

MERCADOS DE CAPITALES Y CRECIMIENTO

Rol de la Integración de Bolsas - nuam



AUTORES

Kevin Cowan Logan
Pablo García Silva

Junio 2025

Mercados de Capitales y Crecimiento

Rol de la Integración de Bolsas – nuam¹

¹Agradecemos el apoyo financiero de nuam, y a Inti Riquelme, Valentina Suez y Mauricio Ulloa por el valioso apoyo en la elaboración de este trabajo. Las opiniones contenidas son exclusivamente las de los autores.

JUNIO 2025

Resumen ejecutivo

Existe una estrecha relación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico.

Un sistema financiero profundo y eficiente permite asignar mejor los recursos, facilita el acceso al financiamiento y promueve el ahorro y la inversión, todos elementos clave para impulsar la reactivación económica.

Chile, Colombia y Perú han visto tasas de crecimiento significativamente inferiores a las observadas en otros países con niveles de ingreso comparables que han logrado transitar hacia mayores niveles de desarrollo. Si bien las causas de este bajo dinamismo son múltiples, *avanzar en el cierre de las brechas existentes en el desarrollo financiero podría contribuir decisivamente a reactivar el crecimiento*. En este contexto, el estudio sostiene que la integración de las bolsas puede ser un instrumento eficaz para apoyar la profundización financiera y cerrar dichas brechas.

La inclusión financiera y el financiamiento a pequeñas y medianas empresas (pymes) son pilares fundamentales de la relación entre el sistema financiero y el crecimiento. Una de las causas estructurales de la baja productividad en América Latina es la dificultad que enfrentan las empresas más productivas para escalar. Esta restricción explica en parte la brecha de productividad frente a economías avanzadas como la de Estados Unidos. Para revertir esta situación, es esencial que las empresas accedan a financiamiento en todas las etapas de su desarrollo.

El mercado de capitales juega un rol directo en el financiamiento de grandes empresas, pero también desempeña un papel indirecto en canalizar recursos hacia las pymes. Un mercado profundo y líquido es crítico para la operación de intermediarios financieros y fondos de inversión que canalizan recursos hacia empresas y hogares. Iniciativas como SCALEX o los “mini bonos” contemplados en la Ley Fintec de Chile surgen como mecanismos promisorios para ampliar el acceso de las empresas de menor tamaño al financiamiento de mercado.





El sector público también tiene un papel clave en la expansión del crédito a las pymes.

Mediante instrumentos como garantías parciales y su participación en fondos de deuda o capital puede reducir los riesgos de ciertos tipos de financiamiento, apalancando recursos privados. En esa línea, se valora positivamente el avance de iniciativas como AFIDE, que pueden fortalecer ese rol de facilitación.

El sistema financiero, además, cumple una función central en la gestión de riesgos para empresas e inversionistas.

Por ello, junto con fortalecer los mercados de acciones y deuda, es importante continuar desarrollando mercados de derivados sobre tasas de interés y monedas, así como diseñar instrumentos financieros que aumenten los retornos del ahorro familiar.

Pese a avances relevantes en materia macroeconómica, apertura de capitales y fortalecimiento institucional, persisten brechas importantes en el desarrollo de los mercados de capitales de los países comprendidos en la iniciativa nuam. Entre ellas destacan la baja liquidez en los mercados de deuda y acciones, la fragmentación o ausencia de algunas infraestructuras relevantes, la baja profundidad en los mercados de derivados y monedas. En lo más reciente se ha visto además una marcada caída en el número de nuevas emisiones, especialmente de renta variable. Esto contrasta con el dinamismo observado en regiones como Asia.

En este contexto, en este estudio se analizan los potenciales beneficios de la integración de las bolsas contemplada en el proyecto nuam. Al consolidar un mercado de capitales regional más profundo, líquido y eficiente, se facilita el acceso a economías de escala, lo que beneficia a emisores e inversionistas. La integración puede reducir costos operacionales, mejorar la liquidez y diversificar la oferta de instrumentos financieros. Las experiencias internacionales —como en Europa y Estados Unidos— muestran que mercados más amplios tienden a generar mejoras en liquidez y costos de transacción, aspectos especialmente relevantes para los países involucrados en nuam, donde los mercados locales adolecen de baja liquidez.

Un factor crítico para el éxito de esta integración es la capacidad de atraer inversión extranjera a los mercados de la región. Los datos de balanza de pagos muestran que los tres países se sitúan muy por debajo de economías como Australia, Canadá, Brasil y México— en cuanto a su capacidad de captar inversión extranjera en acciones. La mayor participación de no residentes puede profundizar los mercados y fortalecer la resiliencia macroeconómica, al diversificar fuentes de ahorro y mejorar el financiamiento externo de largo plazo.

Hay diversos factores que pueden incidir en el impacto efectivo de una iniciativa como nuam. Un primer aspecto clave es la coordinación entre los supervisores financieros de los tres países. El reconocimiento mutuo de instrumentos, intermediarios e infraestructuras es un paso inicial importante, que debe complementarse con mecanismos de supervisión coordinada e intercambio de información. El análisis concluye que los beneficios de la integración se amplifican si se avanza además hacia una mayor convergencia regulatoria.

Un segundo factor es el cierre de brechas regulatorias frente a estándares internacionales, condición especialmente relevante para atraer inversionistas institucionales globales. A pesar de los avances recientes, persisten desafíos. En materia de emisores, por ejemplo, Chile aún carece de un código formal de gobierno corporativo, y Perú y Colombia no han adoptado plenamente los estándares internacionales de revelación ESG. En términos de infraestructura, se identifican oportunidades de mejora en la transparencia de los mercados OTC, en el desarrollo de mercados de repos en Chile y Perú, en la internacionalización de las monedas locales y en el uso de entidades de contraparte central.

En tercer lugar, una mayor integración horizontal de las infraestructuras de compensación, liquidación y custodia tiene el potencial de generar ahorros de costos y eficiencias, incluyendo el uso optimizado de colaterales. No obstante, este proceso enfrenta obstáculos relevantes. En Perú, la ausencia de cámaras de compensación limita la integración. En Chile, el desafío radica en la fragmentación institucional, con múltiples entidades y estructuras de propiedad que dificultan alcanzar economías de escala.

En todo caso avanzar en la integración enfrenta desafíos significativos. A diferencia de la zona euro, donde este proceso fue respaldado por un proyecto político, ha resultado complejo consolidar una agenda de largo plazo en el marco de la Alianza del Pacífico. La continuidad institucional y política se plantea entonces como una condición necesaria para sostener el proceso. En este sentido, se destaca la importancia de establecer espacios de coordinación entre bancos centrales y reguladores, que permitan reducir asimetrías, compartir experiencias y avanzar hacia la adopción de mejores prácticas.

La integración bursátil debe entenderse como parte de una agenda más amplia de reformas regulatorias, operativas y de infraestructura. En esta agenda, la coordinación público-privada será esencial para promover una mayor inclusión financiera, mejorar el acceso al financiamiento para las pymes y fortalecer la resiliencia de los sistemas financieros locales. Si se logra avanzar en estas distintas dimensiones, el sistema financiero regional podrá desempeñar un papel protagónico en la reactivación del crecimiento económico en los países de la Alianza del Pacífico.

Preámbulo

El crecimiento económico es una prioridad en América Latina. Después de varios años de alto crecimiento que lograron levantar a muchas personas de la pobreza, desde hace más de una década que la actividad económica se ha tendido a estancar. Existen múltiples razones para explicar este fenómeno, las que son álgidamente debatidas. ***Pero más allá de explicar el pasado, está claro que hacia adelante es prioritario volver a crecer.*** El camino para hacerlo es aprovechar ventajas comparativas, reducir las brechas y la heterogeneidad en la productividad de las firmas y los trabajadores, y fomentar una integración creciente con el mundo, aun en los inciertos momentos por los que pasa la economía mundial hoy.

La profundización del mercado de capitales surge como un camino posible de seguir para avanzar en los puntos anteriores. Un mercado de capitales profundo permite canalizar financiamiento hacia las nuevas oportunidades y sectores que van surgiendo. Lograr que el acceso al crédito y la disponibilidad de vehículos de ahorro permee en la capilaridad de la sociedad y del tejido productivo reduce ineficiencias en la asignación de los recursos. Lograr mercados más grandes gracias a la integración permite aprovechar economías de escala y fomentar también menores costos y más productividad.

El proyecto de integración de las bolsas de Chile, Colombia y Perú que está llevando a cabo nuam es una oportunidad para avanzar hacia una profundización de los mercados de capitales en estos tres países.

Es de las pocas iniciativas concretas de integración que se están desarrollando en la actualidad, empujada por el sector privado, que tiene la potencialidad de ser un elemento catalizador y una iniciativa procrecimiento para la región.

Crucialmente, ***esta integración debe ser capaz de atraer nuevas fuentes de ahorro externo a la región, y al mismo tiempo facilitar el ahorro*** en el exterior de los inversionistas locales. Si bien existe espacio para aumentar el ahorro interno, y de canalizar una mayor fracción de dicho ahorro hacia el mercado de capitales para sostener la inversión necesaria para volver a crecer, va a ser necesario mayor ahorro externo bruto.



La evidencia internacional muestra además que el que dicho ahorro externo se canalice vía bonos e instrumentos de capital con mayores plazos de vencimiento, aumenta la resiliencia de las economías frente a shocks globales.

El presente trabajo pone esta iniciativa de integración financiera en el contexto de la **discusión académica y de política pública respecto del vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento**, tomando también lecciones de otras experiencias de integración bursátil en el mundo.

Además de destacar los potenciales beneficios de una mayor integración bursátil, este estudio identifica diversas brechas en el desarrollo de los sistemas financieros de los tres países, las cuales podrían estar limitando la capacidad de estos mercados para financiar la inversión y gestionar riesgos. **Estas brechas persisten a pesar de múltiples reformas implementadas en las últimas décadas.** Entre ellas se incluyen la baja liquidez de los mercados de valores, deficiencias en ciertas infraestructuras financieras, oportunidades de mejora en los estándares de gobierno corporativo y en la protección de los inversionistas minoritarios, así como algunas barreras tributarias.

Una mayor profundización de los mercados financieros es clave para impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, esta no ocurrirá de manera espontánea. Se requieren acciones concretas, tanto del sector público (gobiernos y reguladores) como del privado, que aborden estas brechas, faciliten una mayor integración financiera y potencien el rol que puede jugar el sector financiero en el crecimiento.



La profundización financiera, bien gestionada, es una potente iniciativa de crecimiento e inclusión

Múltiples canales relacionan el mercado de capitales con el crecimiento económico

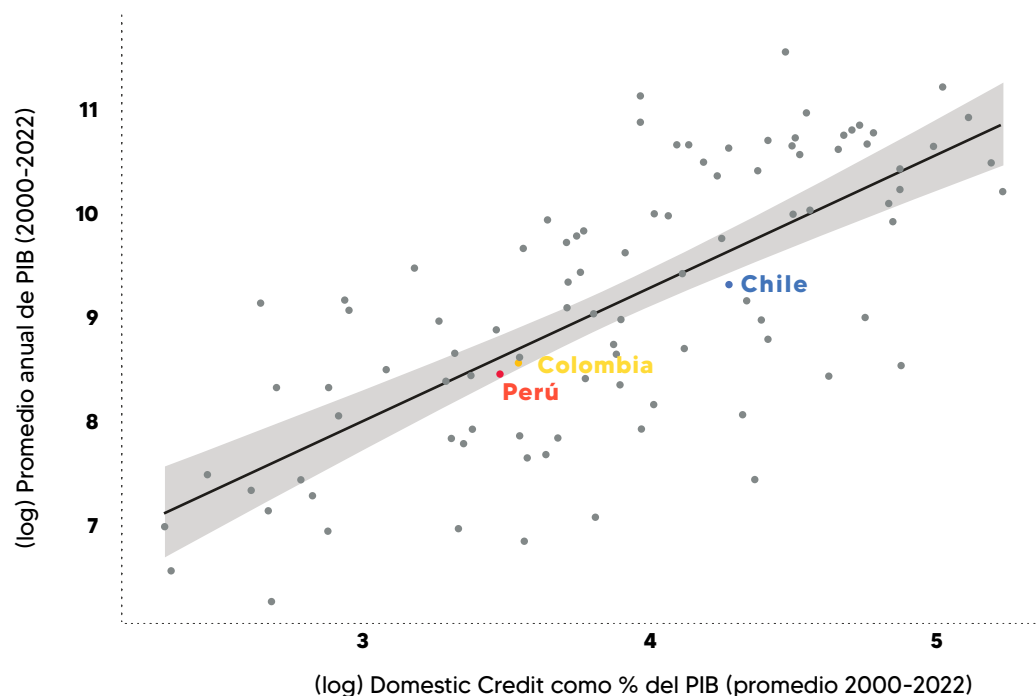
Los mercados de capitales reducen la distancia entre el ahorro y la inversión mediante la movilización eficiente del capital. En mercados profundos, los precios de los activos conectan el ámbito financiero con la economía real, proporcionando señales para una adecuada asignación de recursos y una mejor gestión. Estos mercados también facilitan la diversificación y gestión de riesgos para los ahorrantes, permitiendo balancear eficientemente riesgo, retorno y liquidez. Además, potencian la capacidad de las empresas para gestionar riesgos, aumentando su resiliencia ante shocks económicos y financieros. Finalmente, los mercados de capitales complementan los servicios financieros provistos por los bancos, introduciendo mayor oferta de productos y generando mayor competencia en el sector financiero.

La causalidad entre mercado de capitales y crecimiento es bidireccional

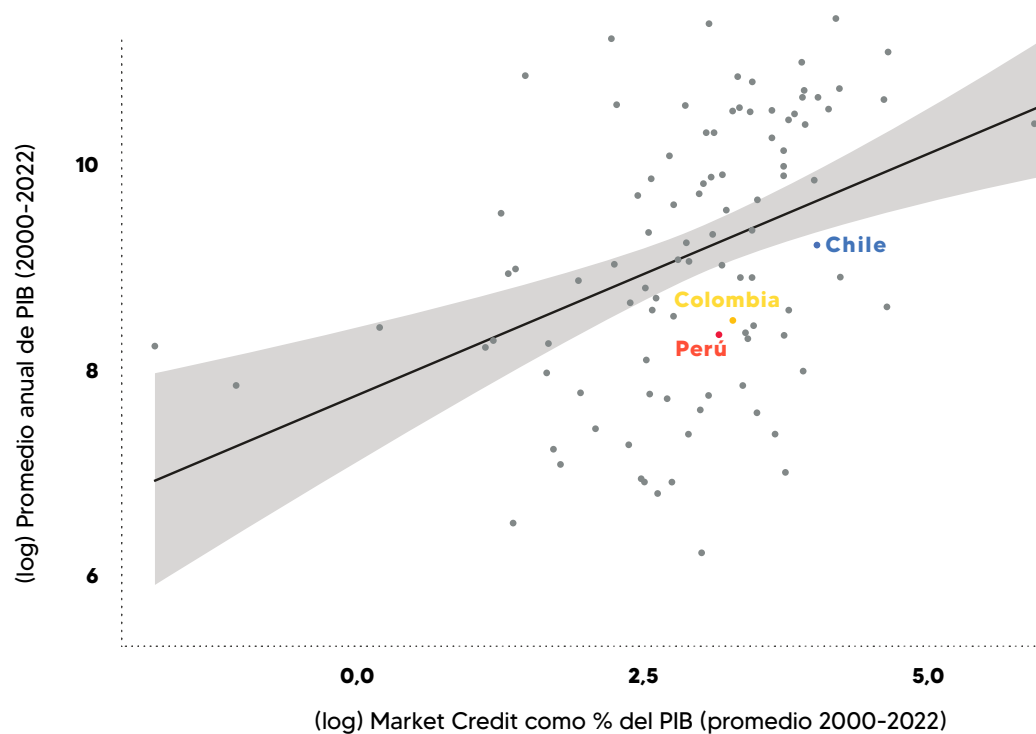
Por un lado, el crecimiento económico genera una mayor demanda por servicios financieros, expandiendo los mercados como respuesta. Conforme la economía crece, empresas y hogares requieren más servicios financieros, y el sector evoluciona para satisfacer estas necesidades. Por otro lado, el desarrollo de instituciones y mercados financieros impulsa el crecimiento económico al movilizar el ahorro y asignar el capital eficientemente, estimulando el emprendimiento. Esta relación positiva es evidente en la Figura 1, que grafica la correlación entre dos medidas comúnmente utilizadas de desarrollo financiero y el nivel de ingreso per cápita (crédito privado banca/PIB y capitalización bursátil/PIB).

FIGURA 1:
Profundidad financiera e ingreso per cápita

Panel A: Crédito



Panel B: Capitalización bursátil

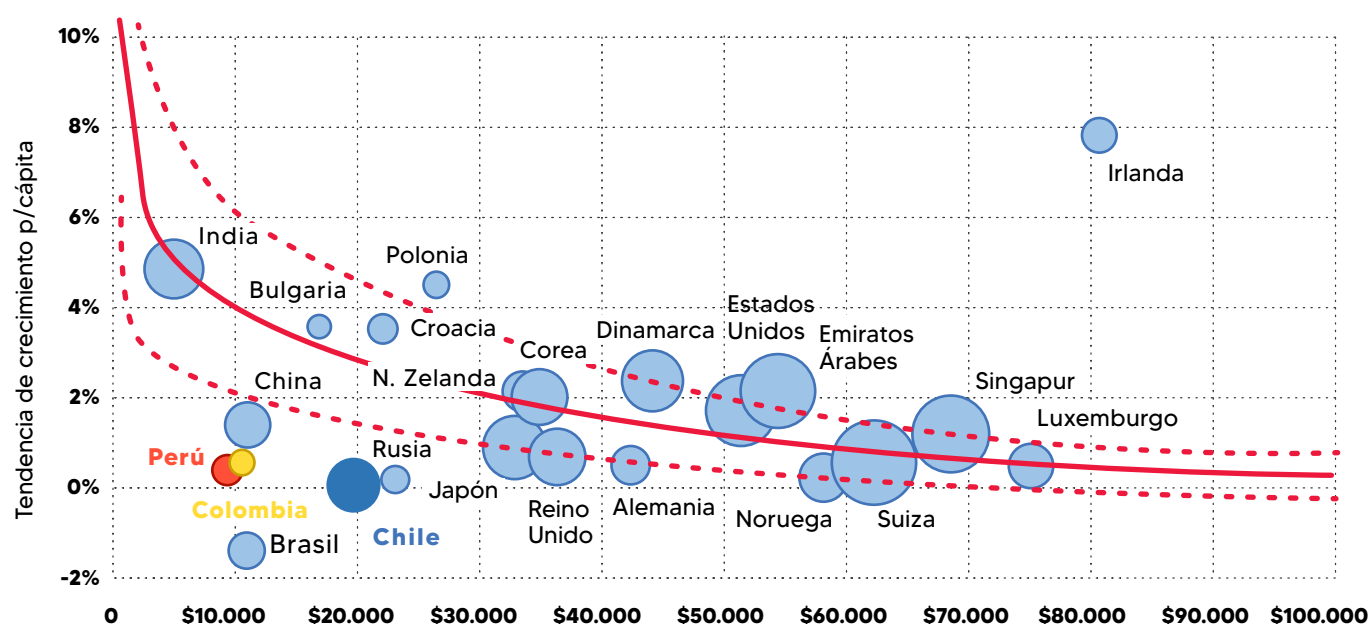


Fuente: Banco Mundial.

Chile, Perú y Colombia enfrentan un serio problema de crecimiento.

La evidencia empírica revela que, a mayor nivel de ingreso, mayor es la dificultad para sostener tasas de crecimiento elevadas. La fuerza de los rendimientos decrecientes es una pesada mochila. Sin embargo, aun considerando este fenómeno, Chile, Perú y Colombia están por debajo del crecimiento de países que han sido exitosos. Esto es evidente en la Figura 2, que muestra la relación entre crecimiento y nivel de ingreso, y donde Chile, Perú y Colombia tienen niveles de crecimiento más bajos que los que indica la correlación entre ambas variables. Se puede observar también que las economías que han superado los niveles de ingreso que vemos en estos tres países lo han hecho con mercados de capitales más desarrollados.

FIGURA 2:
Crecimiento Económico e Ingreso per Cápita



Fuentes: Penn World Tables y Banco Mundial

Nota: El tamaño de la burbuja es proporcional a la capitalización bursátil de cada país como porcentaje del PIB. Las líneas rojas denotan la mediana y los percentiles 25 y 75 de crecimiento per cápita de economías que convergen.

Existe amplia evidencia empírica de que los mercados de capitales profundos favorecen el crecimiento (Levine y Zervos, 1998).

Los mercados de capitales eficientes benefician el crecimiento económico incluso después de controlar por otros factores (Carvajal y Bebczuk, 2024). El mayor desarrollo financiero tiene un efecto positivo en el crecimiento, que se mantiene en diversas etapas de desarrollo (Sahay et al., 2015). Las expansiones del mercado de valores han precedido a aceleraciones del PIB (Naik y Padhi, 2015). Por su parte, las empresas que obtienen financiamiento a través de mercados de capitales experimentan un crecimiento considerablemente más rápido en ventas, acumulan más capital y aumentan su dotación, efectos que son mayores cuando el financiamiento es vía capital (ver Meh y Schmukler, 2025).

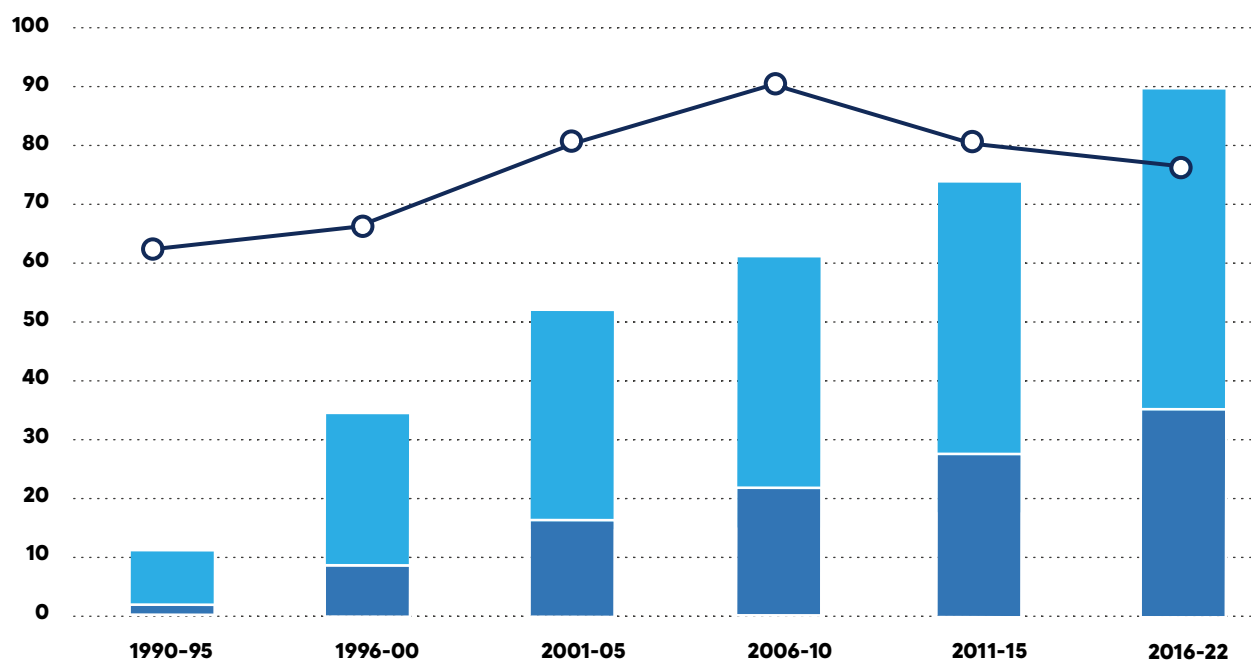
Una adecuada regulación es importante para que el desarrollo del sector financiero sea sostenible. Si bien hay clara evidencia de que la profundización financiera impacta el crecimiento y la productividad, es fundamental que dicha profundización venga acompañada de una adecuada regulación y supervisión, incluyendo un marco de políticas macroprudenciales. La historia económica muestra que periodos de fuerte crecimiento de los balances de intermediarios o empresas, acompañados de altas valorizaciones de activos, apalancamiento y una gestión de riesgos deficiente, puede derivar en correcciones bruscas y crisis con fuertes impactos en el crecimiento. A modo de ejemplo, Laeven y Valencia (2018) estiman que las crisis bancarias generan una pérdida acumulada de 35% del PIB en países de alto ingreso. De esta manera, la regulación y supervisión financiera, enfrenta el complejo desafío de balancear el objetivo de resiliencia con el objetivo de facilitar el desarrollo de intermediarios y mercados, en especial en economías emergentes. Este balance requiere necesariamente un enfoque basado en riesgos – donde se priorizan la estabilidad del sistema financiero y el resguardo de depositantes y asegurados.

En las últimas tres décadas, los mercados de capitales han permitido a las empresas de países de ingreso medio y alto obtener montos sustanciales de financiamiento, con entrada de nuevas firmas y emisiones de menor tamaño. La figura reproduce las cifras de un estudio reciente del Banco Mundial, que muestra el financiamiento de empresas de los sectores real y financiero vía colocación de acciones o bonos, acumulado desde el año 1990. En países de alto ingreso dicho financiamiento llega a 90% del PIB, y es cerca del 80% del crédito bancario. En países de ingreso medio, el financiamiento acumulado vía mercado es de 30% del PIB. En los países de ingreso medio, el financiamiento vía mercado se ha multiplicado cuatro o cinco veces más que el bancario desde principios de los noventa.

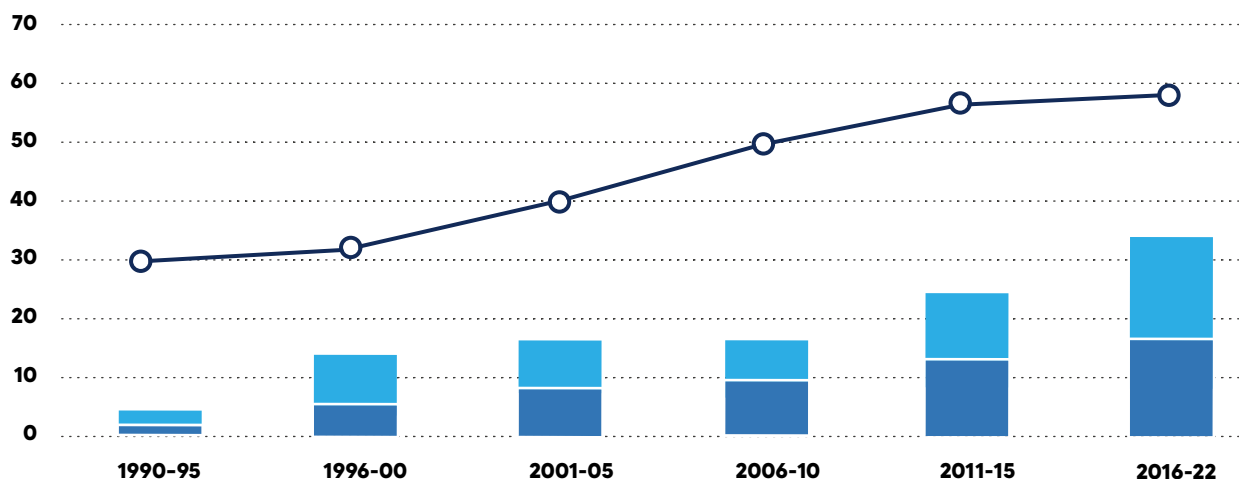
FIGURA 3:
Financiamiento acumulado neto desde 1990 vía acciones y bonos
 (porcentaje del PIB, porcentaje bancos en financiamiento total)

Panel A: Países con ingreso alto

● Acciones ● Bonos ○ % Financiamiento Bancario



Panel B: Países con ingreso medio



Fuente: Meh et al., 2025.

Nota: La figura muestra la emisión acumulada (neta de amortizaciones) de bonos y acciones desde el año 1990. También se compara dicha emisión con el stock de financiamiento bancario.

Además de bajo crecimiento, Chile, Perú y Colombia tienen bajos niveles de ahorro a nivel de hogares.

De acuerdo con cifras de encuestas realizadas por la Corporación Andina de Fomento (CAF), **sólo un 40% de los hogares reconoce haber ahorrado en los últimos 12 meses, muy por debajo del promedio OCDE de cerca de 70%**². Sin duda hay factores ajenos al mercado de capitales que afectan este desempeño – incluyendo menores niveles de ingreso per cápita, una desigual distribución del ingreso, e informalidad. Sin embargo, incluso los hogares que sí ahorran tienden a hacerlo en cuentas bancarias de ahorro, cuentas de pago o incluso efectivo, generando bajos retornos y escasa protección contra la inflación (ver recuadro 1 para el caso de Chile). Esta concentración es particularmente marcada entre los hogares de menores ingresos. **Estos bajos niveles de ahorro amplifican la fragilidad de los hogares antes pérdidas de ingreso o gastos inesperados**, y limitan su posibilidad de invertir en activos que puedan aumentar su ingreso futuro, como educación y vivienda.

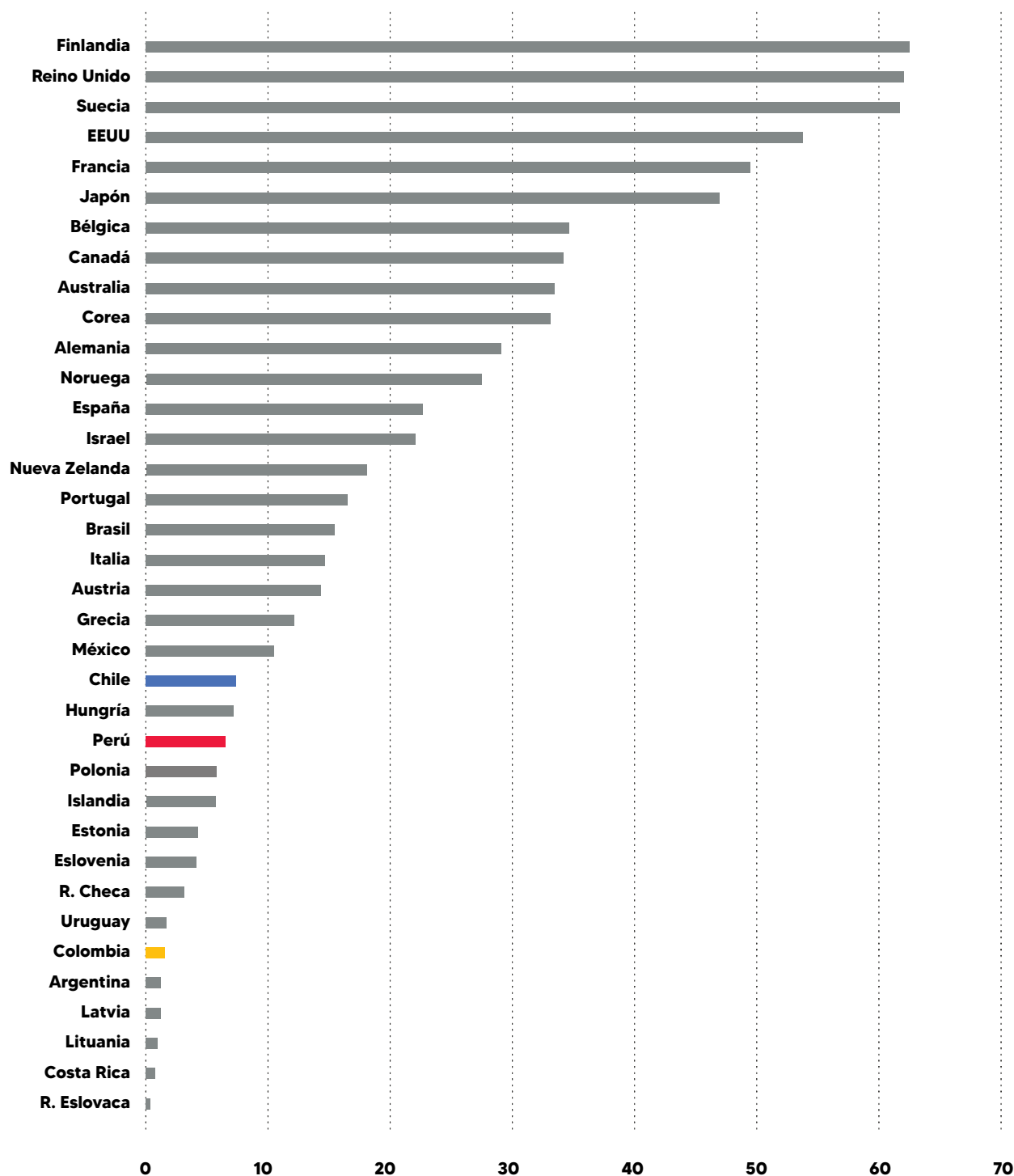
Retomar el crecimiento va a requerir más ahorro interno y más ahorro de no residentes.

Si bien es deseable aumentar los niveles de ahorro nacional, va a ser importante atraer además creciente ahorro bruto externo. Los países de nuam han visto en décadas recientes aumentos en sus posiciones brutas de inversión en el exterior y desde el exterior, lo que se refleja en aumentos en la tenencia de no residentes en acciones, y en bonos de gobierno y bonos privados. De igual manera, ha crecido la participación de no residentes en los mercados de derivados. Sin embargo, comparado con países de la OCDE dicha participación es relativamente baja, en especial las inversiones de portafolio de acciones (Figura 4). **La evidencia internacional muestra que la forma más robusta de financiar este ahorro externo es con la emisión de instrumentos de largo plazo como son las acciones y los bonos**. Es ideal además que una fracción importante de los bonos sea en moneda local, para así reducir los riesgos de descalce cambiario.



2.- Para Chile la cifra es 39%, para Colombia 38%, y para Perú 42%. El promedio OCDE es 69%. Fuente: Ormazabal y Silva (2023).

FIGURA 4:
Inversión Extranjera Bruta de Portafolio en Acciones
Países OECD y LATAM, Porcentaje del PIB



Fuente: Milesi-Ferreti, 2024

Nota: La figura no reporta las cifras de Irlanda, Luxemburgo, Dinamarca y Holanda que tienen niveles de inversión que superan el 100% del PIB.

Múltiples factores afectan la demanda de no residentes por instrumentos de largo plazo en moneda local.

Entre estos destaca el desempeño y la institucionalidad macroeconómica, incluyendo la predictibilidad de la política cambiaria y monetaria, y la solvencia de las cuentas fiscales. El marco regulatorio propio del mercado de capitales, incluyendo la transparencia y la protección de minoristas, también juega un rol. Finalmente, es importante que estos actores puedan comprar y vender instrumentos de deuda o acciones sin restricciones y con pocos costos administrativos. En este último ámbito es importante la ausencia de controles de capital, la plena convertibilidad de las monedas y la existencia de infraestructura financiera que permita comprar, custodiar y liquidar los instrumentos a bajo costo. Los temas tributarios también juegan un papel relevante en este sentido – tanto por el impacto tributario directo, como por los costos de los procesos de cumplimiento tributario. El recuadro 2 describe los pasos que ha ido dando Chile para facilitar la convertibilidad del peso y el acceso de no residentes al mercado local.

RECUADRO 1:

Ahorro de los hogares en Chile

La encuesta financiera de hogares del Banco Central, entrega una visión detalla de la situación financiera de los hogares en Chile. Según la última versión disponible de esta encuesta (EFH 2021), un 39% de los hogares reporta haber ahorrado en los últimos 12 meses. Esta cifra es algo mejor que las encuestas previas (26% y 36% en los años 2014 y 2017) sigue siendo considerablemente más bajo que el promedio de la OCDE (69%).

En línea con las cifras de ahorro, un 37% de los hogares reporta tener algún activo financiero. La Figura 5 desagrega los tipos de activo financiero por instrumento. El instrumento más utilizado es la cuenta de ahorro, seguido muy de lejos por instrumentos del mercado de capitales como los fondos mutuos, los APV y los otros valores de oferta pública. En una pregunta complementaria, un 39% de los hogares reporta usar su cuenta corriente como instrumento de ahorro. Esta preponderancia de las cuentas de ahorro es más marcada aun en hogares de menores ingresos (Figura 6)

FIGURA 5:

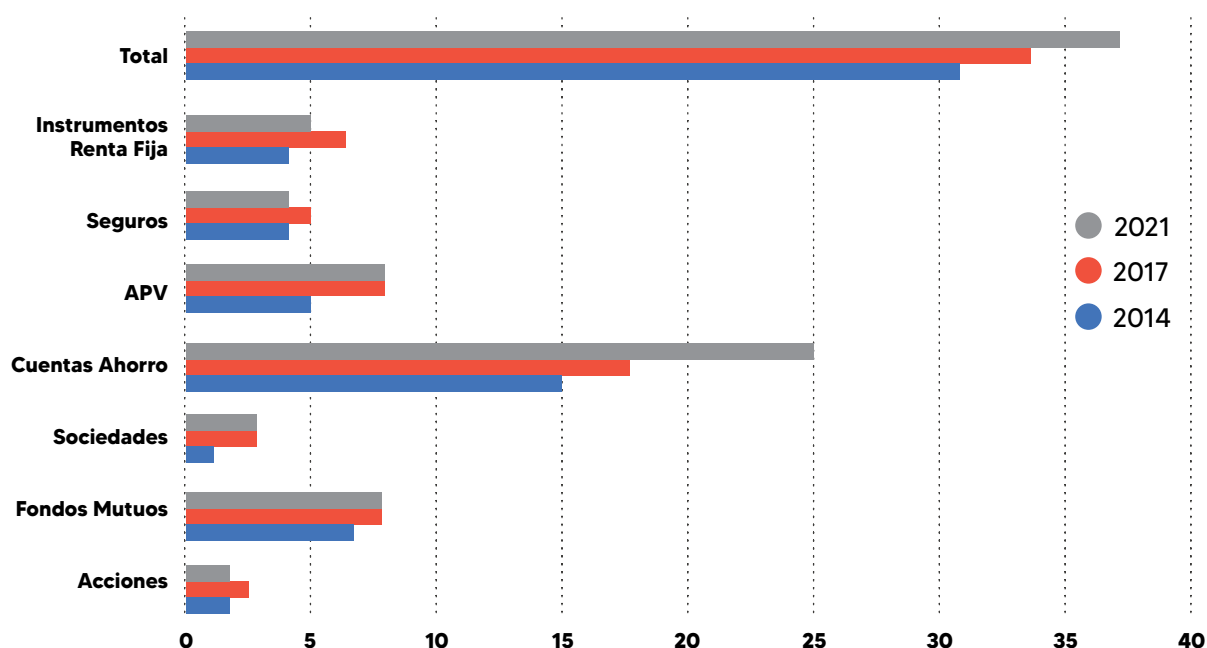
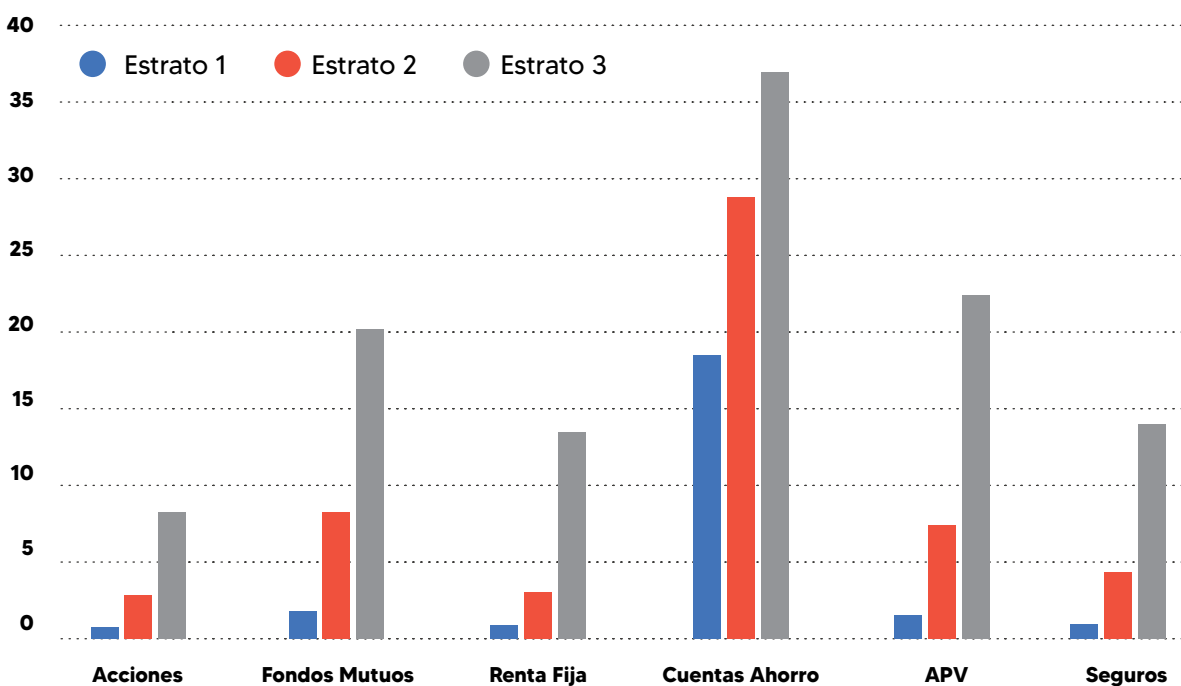
Hogares con algún activo financiero: total población (porcentaje hogares)

FIGURA 6:

Hogares con algún activo financiero: por segmento de ingreso 2021 (porcentaje hogares)

Fuente: Encuesta Financiera de Hogares 2021, Banco Central de Chile.

Nota: Los estratos corresponden a grupos de familias por ingreso, siendo el estrato 3 el mayor.

RECUADRO 2:

Internacionalización del mercado de capitales en Chile

A fines del año 1999 las autoridades chilenas comenzaron un proceso progresivo de levantamiento de restricciones para que inversionistas no residentes participen en su mercado de capitales y financiero, y para que inversionistas chilenos inviertan en el exterior. Este proceso abarcó cambios tributarios, de normativa cambiaria, de emisión y custodia de instrumentos (en el caso de los instrumentos de deuda pública) y de regulación del mercado de capitales.

En el caso de las acciones, tradicionalmente la tributación por ganancias de capital se asociaba a la habitualidad de las transacciones, lo que se modificó en 2001 cuando se estableció una exención al impuesto por ganancias de capital para acciones con elevada presencia bursátil, sujeta a algunas restricciones relativas al momento de la transacción y la forma de intermediación. Esta exención fue modificada en el año 2022, cuando se estableció un impuesto de 10% a las ganancias de capital.

En el año 2014 se estableció que no constituirían renta, y por tanto no estarían sujetas a tributación, las ganancias de capital por la venta de bonos soberanos en Chile.

Posteriormente se avanzó en la convergencia a estándares globales en plazos de liquidación y pago y se avanzó con un aumento de los tamaños de los benchmarks (2015), y la instalación de custodios internacionales y simplificación de garantías (2017). Los bonos soberanos locales de Chile comenzaron a registrarse en Euroclear a partir de 2017, permitiendo que inversionistas internacionales accedieran al mercado de deuda chileno a través de la plataforma de Euroclear. Posteriormente, en 2021, se logró un acuerdo para también incluir los bonos corporativos chilenos en la misma plataforma.

Por su parte, el Banco Central de Chile ha eliminado gradualmente las restricciones a la entrada y salida de capitales. Los primeros cambios se materializaron a fines de los noventa, con la eliminación del encaje. Posteriormente, se permitió que algunas operaciones de cambio específicas con no residentes se llevaran a cabo en pesos. Dentro de estas excepciones se encuentran la oferta pública de bonos en Chile por parte de no residentes, incluyendo bonos denominados en pesos chilenos (2011).

El paso final ha sido la agenda reciente de “internacionalización del peso”, donde el Banco Central ha autorizado que un conjunto amplio de operaciones de cambios internacionales entre residentes y no residentes se puedan realizar en pesos chilenos, ampliando así el uso de la moneda nacional en transacciones transfronterizas. Esto incluye contratos de derivados con entrega física de pesos, apertura de cuentas corresponsales en pesos a nombre de inversionistas extranjeros, y la contratación de instrumentos de deuda pagaderos en pesos con no residentes.

Además de temas tributarios y de regulación cambiaria, la participación de inversionistas extranjeros requirió ajustes normativos sobre el registro tributario. El Servicio de Impuestos Internos (SII) introdujo en 2001 un mecanismo simplificado para otorgar identificador tributario (RUT) a extranjeros sin residencia ni domicilio en Chile, el cual se perfeccionó en el año 2020. Con ello, se permite a estos inversionistas realizar transacciones en acciones, bonos y otros instrumentos financieros, si cumplen ciertos requisitos tales como obtener rentas exclusivamente de dichas operaciones.

Recientemente el SII amplió el mecanismo de obtención de RUT simplificado a extranjeros en Chile que operen con cuentas corresponsales en pesos con bancos, aparte de las inversiones en valores mencionadas anteriormente. Complementando esta iniciativa, y para reducir fricciones operativas y promover una mayor participación de inversionistas no residentes en el mercado financiero chileno, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) (regulador financiero) busca permitir que los bancos habiliten un mecanismo equivalente al título ejecutivo pagaré para la apertura de líneas de crédito, facilitando así el acceso al financiamiento en moneda local para contrapartes no residentes.

Como se puede apreciar, para la internacionalización del mercado de capitales, varias entidades deben adoptar medidas. Por el lado del Banco Central, levantando restricciones cambiarias y de acceso al mercado de divisas. Por el lado del regulador financiero, normar la forma en que las entidades locales gestionan el riesgo de provisión de liquidez en moneda local a no residentes y el manejo de sus inversiones en moneda local. Por el lado de la autoridad tributaria, con no sólo un entorno impositivo que sea acorde a las prácticas internacionales sino también adaptar normas en varios ámbitos administrativos.

El mercado de capitales local es un complemento de la banca y los mercados de capitales globales.

La profundidad del mercado de deuda corporativa y de acciones impacta directamente en el financiamiento de la inversión.

En un mercado profundo, es más fácil emitir bonos privados y realizar aumentos de capital, ambos con un impacto directo en el financiamiento de las empresas. A su vez, el plazo de emisión de bonos tiende a ser de mayor y los costos menores que las deudas con bancos u otros intermediarios, facilitando la gestión de liquidez, y reduciendo el costo de fondeo de las empresas. El acceso a financiamiento de largo plazo vía bonos o acciones es clave para el financiamiento de proyectos de largo plazo y gran escala como los de infraestructura o inversiones en explotación de recursos naturales.

La emisión de bonos en mercados globales no es un sustituto perfecto de emisiones locales. Por un lado, para poder acceder a una emisión global se requiere de un mayor tamaño, lo que excluye a un alto porcentaje de las empresas. Un estudio reciente de Calomiris et al. (2022) encuentra que las emisiones en mercados globales de empresas de economías emergentes se concentran sobre 500 millones de USD. Por otra parte, estas emisiones son casi siempre en moneda extranjera, con los potenciales riesgos de descalce cambiario (Bruno y Shin, 2020) Así, desarrollar un mercado de capitales local permite que las empresas de tamaño mediano y que tienen menos capacidad de gestionar riesgos cambiarios puedan acceder a condiciones de financiamiento que compitan con la banca local.

Por su parte, el acceder al mercado para financiamiento vía capital reduce el apalancamiento de empresas, y facilita la inversión en proyectos con alto potencial de crecimiento. Estudios recientes confirman que aquellas firmas que emiten acciones ven aumentar sus ventas, stock de activos y empleo, de forma significativamente mayor que si emitieran deuda (Didier, 2024). En tanto, las empresas que emiten capital tienden a aumentar su gasto en activos intangibles, incluyendo gasto en I+D (Brown et al., 2009).

La liquidez y transparencia de estos mercados también es fundamental. Mayor liquidez reduce el costo de financiamiento de las empresas al reducir las primas de riesgo, mientras que una adecuada formación de precios resulta clave para la asignación de recursos (Ahimud y Mendelson, 1986; Ahimud, Mendelson y Pedersen, 2005).

Las bolsas juegan además un rol indirecto en el financiamiento empresarial.

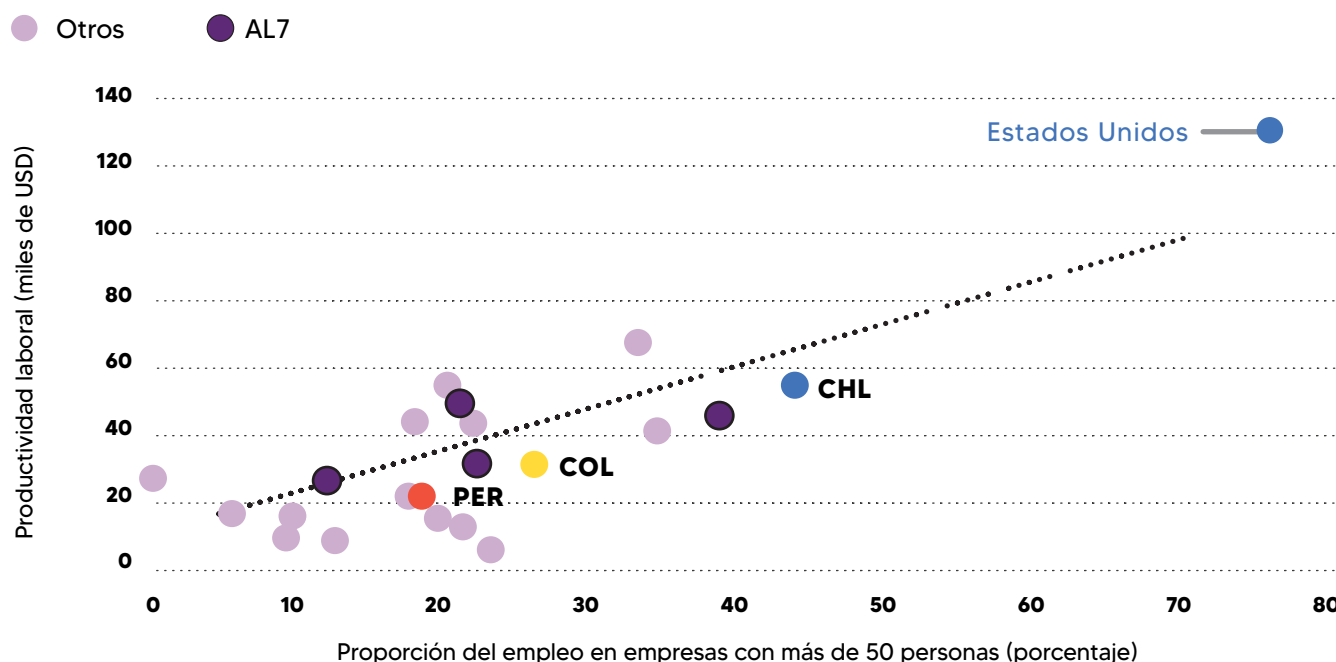
Constituyen una fuente de financiamiento de mediano y largo plazo para bancos y otros intermediarios financieros no bancarios como las empresas de leasing y factoring. **Un mayor fondeo vía bonos permite reducir los riesgos de liquidez y de mercado en dichos intermediarios**, lo que redundaría en financiamiento más estable, de mayor plazo y de menor costo estable para empresas y personas. Además, permiten que se desarrolle un mercado de securitización de créditos para personas y pymes, otorgan liquidez a Fondos de Deuda y proporcionan información de precios clave para la valorización de estos instrumentos no bancarios (Song y Thakor, 2010; Sommer, 2024). Eventos recientes en el mercado de deuda corporativa en Chile ilustran este mecanismo. **Coincidiendo con el tercer retiro de los fondos de pensiones aprobado por el Congreso en junio de 2021, se vio una fuerte alza en las tasas de interés en los mercados secundarios de los bonos privados (corporativos y financieros) y reducciones en los plazos de los bonos colocados por la banca en este periodo.** La consecuencia fue un alza muy sustancial del costo de los créditos hipotecarios.



Un mercado de capitales profundo apoya el crecimiento de las empresas más pequeñas, desafío relevante en Latinoamérica.

*Las pymes juegan un rol fundamental en la economía latinoamericana, incluyendo las tres economías que integran nuam*³. A pesar de su relevancia, la productividad de las pymes en la región es significativamente más baja que en el promedio de la OCDE. Un problema adicional es el bajo crecimiento de las pymes, lo que limita severamente la posibilidad de explotar economías de escala. La Figura 7 ilustra este problema, contrastando el tamaño y productividad de las firmas en América Latina con el tamaño y productividad de las firmas en Estados Unidos. En primer lugar, es evidente la correlación entre productividad del trabajo y tamaño de las firmas. En segundo lugar, destaca el menor tamaño de las firmas en Perú y Colombia, relativo a Chile a pesar del mayor tamaño de sus economías. Tercero, son evidentes las brechas de las tres economías respecto del tamaño de firmas y de la productividad de Estados Unidos.

FIGURA 7:
Productividad del trabajo y tamaño de la empresa



Fuente: Fondo Monetario Internacional, 2023.

Nota: Productividad del trabajo es PIB real del 2017 (a PPC de los Penn World Tables) dividido por empleo total.

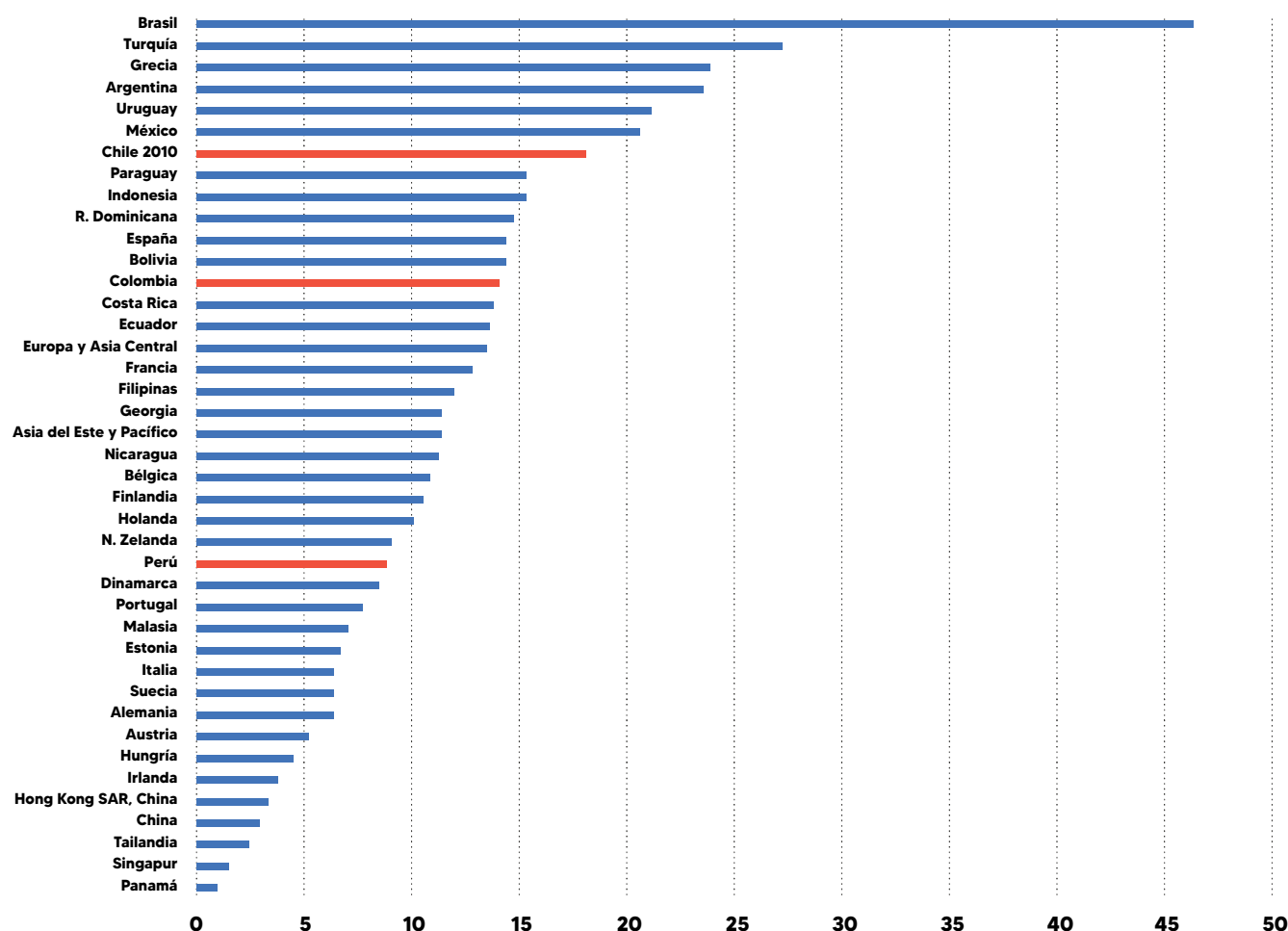
3.- Ormazábal, F. y Silva, N. (2023).

Los efectos de las brechas de productividad en las pymes pueden ser muy significativos. Cálculos del McKinsey Global Institute (McKinsey, 2024) muestran que subir la productividad de las pymes en economías emergentes a los niveles del 25% de las pymes de mayor productividad de la OCDE llevaría a aumentos de 10% en el PIB.

Las barreras de financiamiento para pymes continúan siendo significativas. Si bien las pymes enfrentan múltiples desafíos en los tres países de nuam – incluyendo la informalidad, seguridad y acceso a mano de obra calificada – aún hay un número importante que identifica la falta de acceso al financiamiento como una barrera relevante (Figura 8). Cálculos recientes del IFC/SME Finance Forum (2024) cifran las brechas de financiamiento para las pymes en Colombia y Perú en 14 y 4,7% del PIB, respectivamente. Si bien estas cifras son más bajas que el promedio de Latinoamérica (22%) son indicativas de la necesidad de seguir potenciando el acceso a financiamiento de las empresas de menor tamaño.

FIGURA 8:

Porcentaje de Firmas que Identifican la Falta de Financiamiento como una Barrera Relevante - Países seleccionados
(porcentaje, eje horizontal)



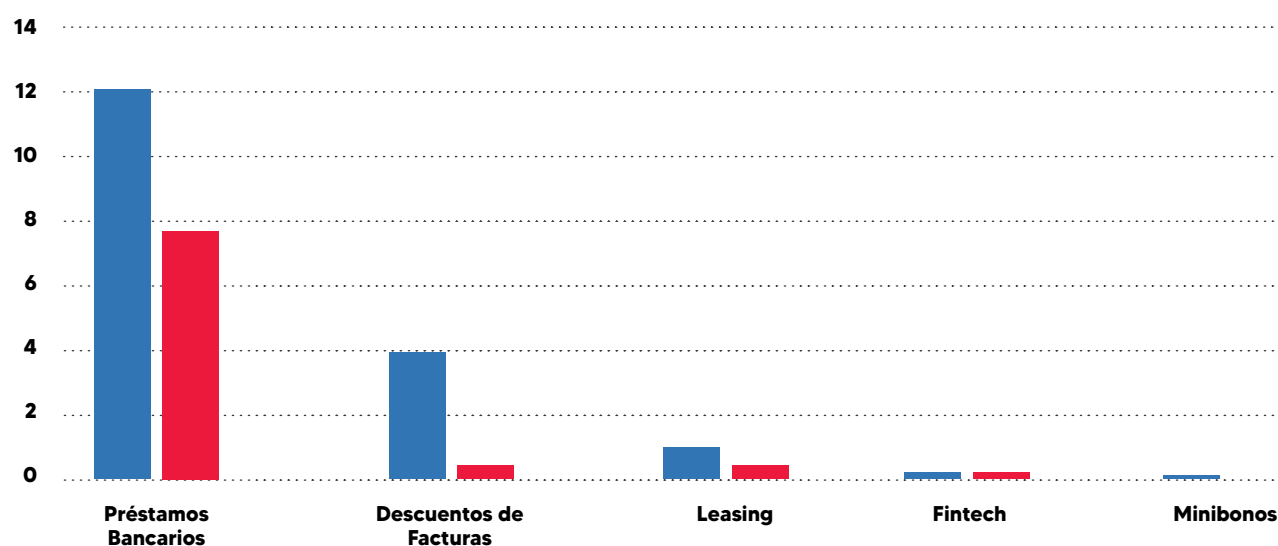
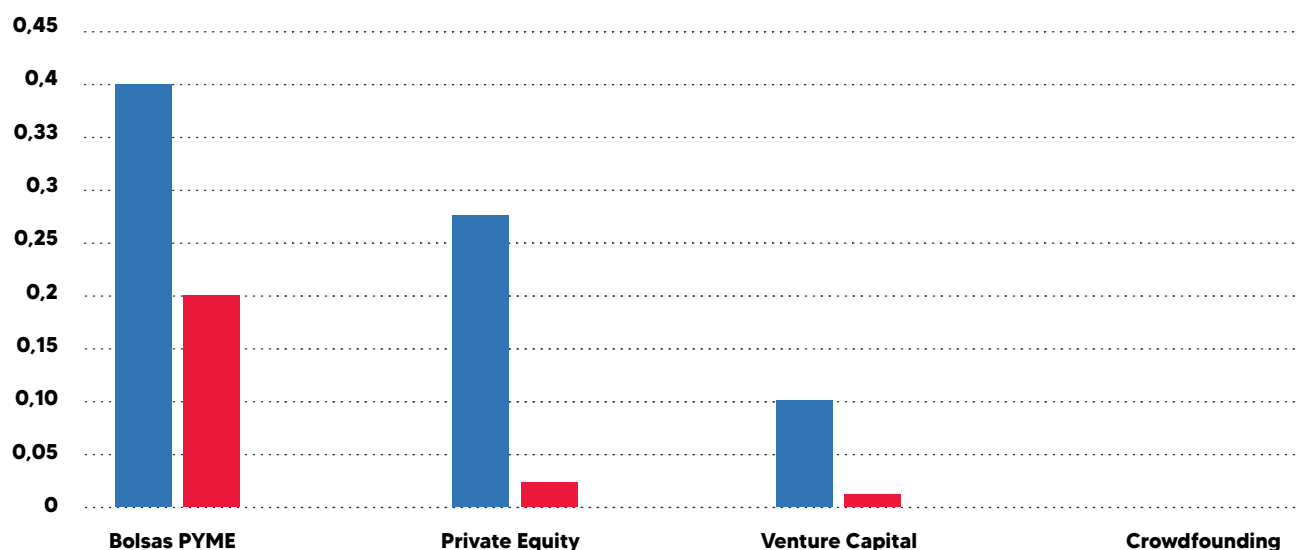
Fuente: Encuestas Empresariales, Banco Mundial

Aunque la banca predomina en todas las regiones, en los países de alto ingreso hay una mayor diversidad de fuentes de financiamiento para empresas de menor tamaño. En la mayoría de los países, los bancos o intermediarios financieros especializados son la principal fuente de financiamiento para las empresas más pequeñas. Sin embargo, en países de mayor ingreso, dichas empresas cuentan con una mayor variedad de fuentes de financiamiento (ver Figura 9).

FIGURA 9:

Panel A: Composición de fuentes de deuda de las pymes por grupo de países

● Ingreso Alto ● Ingreso Medio

**Panel B: fuentes de capital de las pymes por grupo de países**

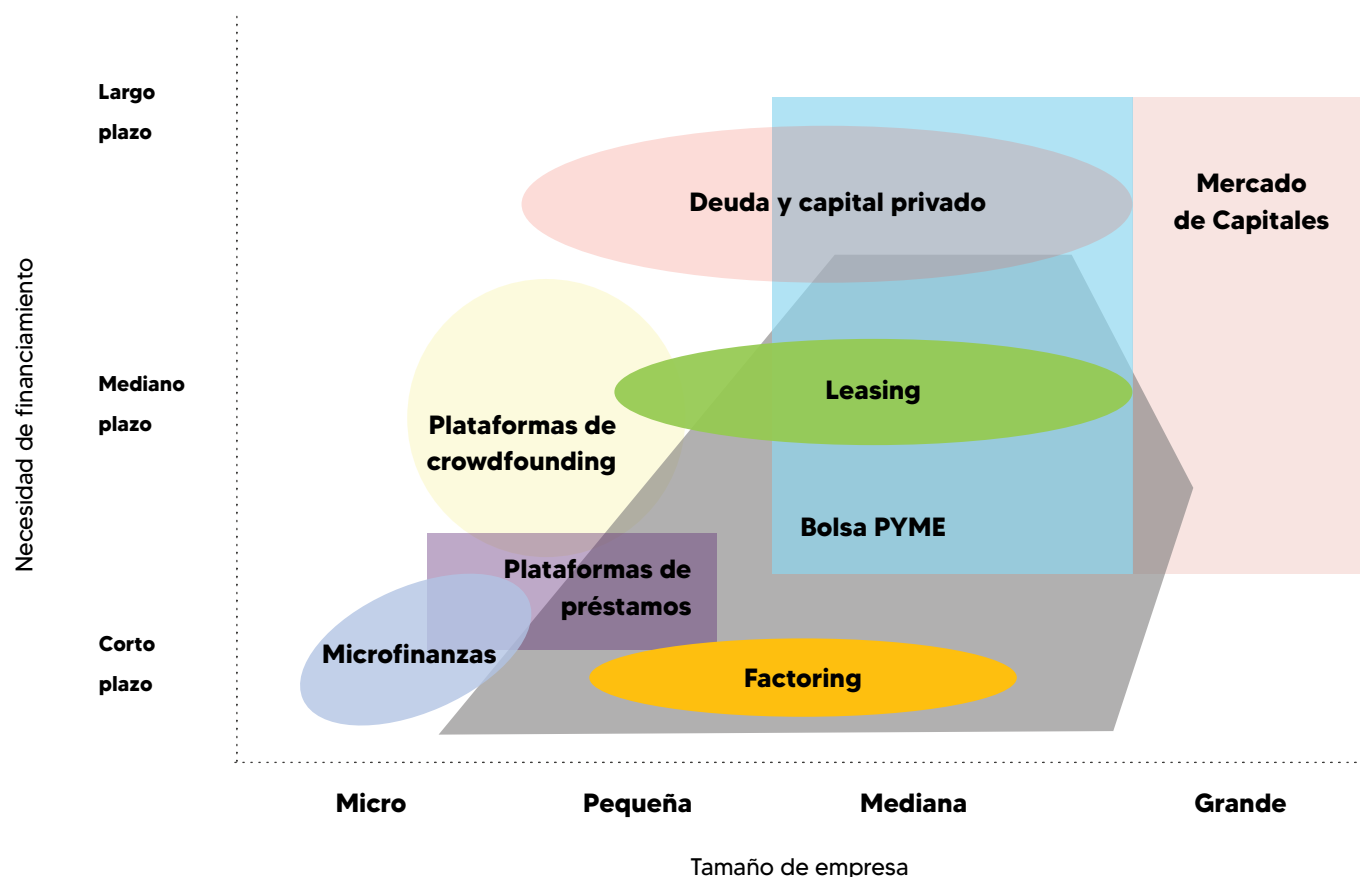
Fuente: Didier 2024

Nota: Se muestra el porcentaje de financiamiento relativo al PIB de la mediana de cada país en el grupo de ingreso correspondiente. Los datos son al año 2020. Para más detalles, ver Didier, 2024.

Las fuentes de financiamiento disponibles para las firmas varían de acuerdo con su tamaño.

La Figura 10 reproduce una figura de Didier (2024) e ilustra esta progresión. Las empresas más pequeñas acceden a créditos bancarios, a intermediarios especializados, o a plataformas de financiamiento colectivo. Para firmas más grandes, se abre luego la opción de acceder a otros productos no bancarios como factoring (ya sea con empresas o vía plataformas) o leasing. Los fondos de deuda privada también son fuente de financiamiento para empresas pequeñas y medianas, a la vez que los fondos de capital juegan un rol relevante para empresas dinámicas o innovadoras. Finalmente, existe la opción de que las empresas de mayor tamaño accedan directamente al mercado de capitales, ofreciendo capital o deuda, tanto a través de mercados especializados como vía el mercado principal.

FIGURA 10:
Evolución de alternativas de financiamiento para empresas



Fuente: Didier 2024

En años recientes a nivel global han cobrado especial relevancia los fondos de deuda privada y de capital privado.

La pandemia, y el consiguiente despliegue de políticas extraordinariamente expansivas en el mundo, llevó a duplicar los activos de capital privado gestionados desde US\$4 trillones en 2018 hasta sobre US\$8 trillones en 2021. (Figura 11) La reversión del ciclo financiero, producida por la elevada inflación y la restrictividad monetaria, detuvo este proceso, pero no lo ha revertido. En el caso de la deuda privada, el ciclo de expansión ha de hecho continuado, con activos bajo gestión por sobre los US\$2 trillones a nivel global. Probablemente el dinamismo más sostenido se asocia a que un ciclo monetario restrictivo sobre todo afecta inicialmente a la intermediación crediticia por parte de los bancos. Estos patrones también han tenido un correlato en Chile, principalmente con el incremento de fondos inmobiliarios, de infraestructura y energía, así como de fondos de capital y deuda privados. (Figura 12)

FIGURA 11:
Fondos de deuda privada- Países OCDE

● Pólvara seca

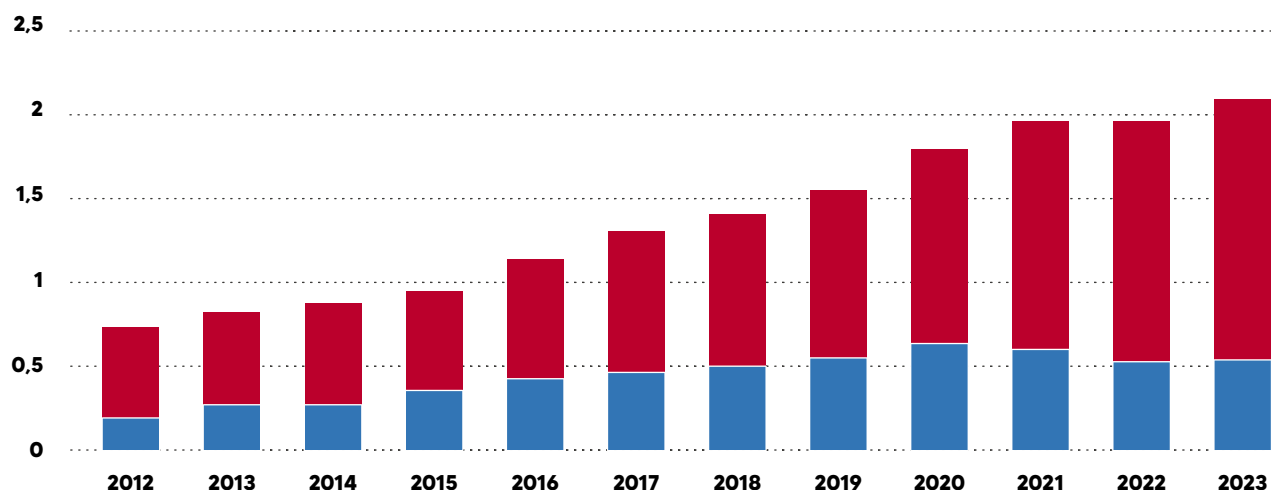
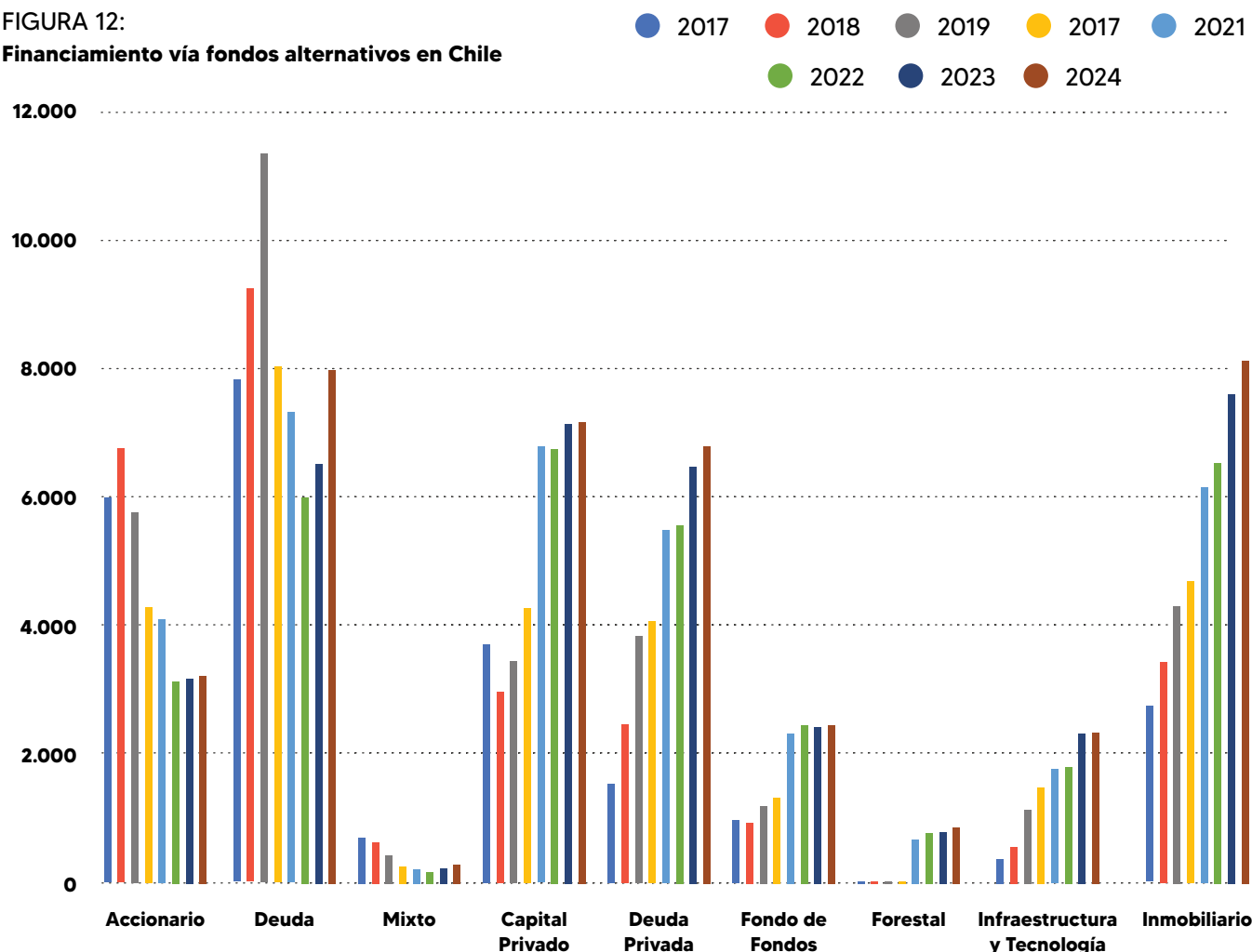


FIGURA 12:
Financiamiento vía fondos alternativos en Chile



Fuente: Asociación Chilena de Administración de Fondos de Inversión (ACAFI).

Diversos países han implementado estrategias de financiamiento directo para medianas empresas vía bolsas. Un estudio de la World Federation of Exchanges contabiliza 90 iniciativas de este tipo en los últimos años, la mitad de las cuales siguen operativas (WFE, 2022). Las estrategias que han seguido las bolsas varían según el tipo de empresa objetivo. En algunos mercados el foco ha sido el financiamiento de firmas maduras. Ejemplos de este modelo son el Alternative Investment Market (AIM) en el Reino Unido y Alternext de Euronext, que opera como Sistema Alternativo de Transacción. En otros mercados el foco ha sido firmas dinámicas, incluyendo por ejemplo el KOSDAQ en Corea.

El desempeño de estas bolsas ha sido mixto, con algunos casos de éxito como los del AIM en el Reino Unido, TSX Venture Exchange en Canadá o el ASX en Australia. Parte de este éxito tiene que ver con condiciones generales de desarrollo financiero. Es así como la evidencia reciente indica que la probabilidad de financiamiento bursátil de pymes en la zona euro está correlacionada con medidas generales de desarrollo financiero, tales como crédito sobre PIB y capitalización de mercado sobre PIB⁴, y que una de las condiciones para el éxito de estas iniciativas es estar asociado a una bolsa “tradicional”.

4.- Bongini et al. (2021) estudian el acceso de las pymes en la zona euro a mercados de deuda y acciones, identificando factores a nivel de firma y de mercado. A nivel de firma destacan el tamaño, la liquidez y solvencia de estas. A nivel de mercado, encuentran que crédito bancario sobre PIB, crecimiento del PIB y capitalización bursátil son todas variables positivamente correlacionadas con financiamiento vía acciones o bonos.

Un caso de particular interés en el financiamiento bursátil de pymes es el de Suecia. Una serie de factores han llevado a que Suecia tenga un mercado de acciones particularmente dinámico, incluyendo en el financiamiento de empresas de tamaño mediano. Uno de los pilares ha sido el desarrollo de plataformas bursátiles especializadas, como Nasdaq First North Growth Market y Nordic Growth Market (NGM), que ofrecen requisitos regulatorios más livianos y servicios diseñados específicamente para empresas de menor tamaño. Además, el país cuenta con una alta participación de inversionistas minoritarios, en parte debido a la existencia de mecanismos de promoción como las cuentas de ahorro ISK (*Investeringsparkonto*) y los fondos de ahorro *Allemansspar*. Las cuentas ISK tienen un tratamiento tributario simplificado para las ganancias de capital, a la vez que los fondos *Allemansspar* fueron inicialmente libres de impuestos. Este entorno de incentivos tributarios se complementa con esfuerzos importantes de educación financiera, impulsada tanto desde el sistema educativo como por organizaciones de la sociedad civil.

El ecosistema sueco de financiamiento a las pymes también se beneficia de la participación de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones. Estos tienen una alta fracción de sus portafolios en acciones locales, y frecuentemente actúan como inversionistas ancla en las ofertas públicas iniciales. (ver OCDE 2025).

RECUADRO 3:

Financiamiento bursátil de empresas pequeñas y medianas

Harwood et al., (2015) revisan experiencias de bolsas para pymes, y concluyen que las bolsas exitosas: i) priorizan el financiamiento de empresas dinámicas, ii) son bolsas asociadas a una bolsa “tradicional”, iii) no reducen el contenido de la información entregada al mercado, sino sólo su frecuencia, iv) permiten colocaciones privadas, v) crean entidades asesoras que apoyan la colocación y validan la información, vi) tienen programas de capacitación y apoyo a los emisores, y vi) tienen incentivos tributarios. Otro ejemplo interesante es el de Portugal, en Costa y Mata (2016).

En la misma línea, Nassr et al. (2016) de la OCDE, enfatizan la importancia de priorizar empresas dinámicas, proveer incentivos tributarios, apoyar la “capacidad financiera” de las empresas de menor tamaño y reducir los costos de emisión con requisitos regulatorios proporcionales y foco en inversionistas informados. Además, enfatizan la importancia de generar un “ecosistema” de financiamiento de medianas empresas donde convivan bancos, fondos y colocaciones directas. Finalmente, destacan el desafío de generar liquidez en estos mercados – con mecanismos como market makers, para facilitar la entrada de inversionistas institucionales.

Algunos países también han desarrollado iniciativas para potenciar el financiamiento de empresas de menor tamaño vía emisión de deuda. Estos “bonos pyme” comparten varias características con los segmentos especializados de acciones ya descritos. Usualmente, tienen requerimientos de registro e información continua más acotados, están dirigidos a inversionistas institucionales, y en algunas ocasiones incluyen mecanismos de apoyo estatal, incluyendo garantías o subsidios a la colocación. Ejemplos incluyen los Mittlestand (Alemania), el ORB en el Reino Unido, los Minibonds en Italia y las colocaciones privadas en EE. UU.

La evidencia disponible ha encontrado que la colocación de estos instrumentos de deuda pyme genera efectos positivos indirectos en las firmas emisoras. Entre estos, se incluyen efectos en menores tasas y mayores plazos de su financiamiento bancario (Angelini et al., 2019; Ongena et al., 2018; Croce et al., 2025) y aumentos de las inversiones en activos intangibles post emisión (Becarri, 2022). Al igual que para las bolsas, los desafíos para el éxito de este tipo de iniciativa incluyen los costos para las empresas de menor tamaño de estar listadas (asociados a su vez a requisitos de información y gobernanza), la baja liquidez de sus instrumentos y la falta de cobertura de analistas especializados.

El sector público puede jugar un rol relevante para facilitar el financiamiento de las pymes.

Asimetrías de información, falta de escala y de colaterales abre espacio para políticas públicas que resuelvan estas externalidades en el financiamiento pyme.

La menor disponibilidad de información, y la existencia de costos fijos para reducir esta brecha de información y monitorear el desempeño de las firmas de menor tamaño, hace particularmente desafiante que las pymes accedan a financiamiento – incluyendo para las pymes altamente productivas. Este desafío es aún mayor para firmas del sector servicios o intensivas en I&D que tienen pocos activos que puedan servir de colateral. El sector público puede jugar un rol relevante en ayudar a cerrar estas brechas de financiamiento. En primer lugar, reduciendo las asimetrías de información. La carpeta tributaria digital que creó el Servicio de Impuestos internos de Chile, y que permite a empresas compartir su información tributaria con terceros apunta en esta dirección. La existencia de registros crediticios amplios, y que incluya a las pymes también, contribuyen a reducir las asimetrías de información. Un segundo ámbito de intervención es proveyendo de garantías estatales que cubran parte del riesgo de crédito de financiar una pyme. América Latina –tiene una amplia experiencia con este tipo de garantía.

Chile tiene una extensa experiencia con garantías FOGAPE y FOGAIN. Éstas se han usado extensamente para facilitar el financiamiento de pymes a créditos de bancos y de otros intermediarios financieros, incluyendo en la pandemia (García, 2021). El desafío es expandir este tipo de garantía parcial para poder cubrir financiamiento vía el mercado de capitales – incluyendo en fondos de deuda privados y la emisión de bonos por parte de empresas medianas. El proyecto de Ley de la Agencia de Financiamiento para el Desarrollo (AFIDE), que se discute actualmente en el congreso chileno, crea una nueva instancia de financiamiento estatal de segundo piso, que tendría la flexibilidad de ofrecer este tipo de instrumento de garantía. Adicionalmente, el AFIDE podría invertir en fondos de capital de pymes, a través de la figura de “fondo de fondos”.

En Perú, un reciente estudio del Banco Mundial propone un rol para el COFIDE en la vinculación de empresas de tamaño medio con inversionistas. El Banco Mundial (World Bank 2024) propone un conjunto de medidas para profundizar el sector financiero de Perú. En particular, propone un programa de fondos con aporte estatal y de garantías parciales faciliten la llegada a bolsa de empresas de menor tamaño.

Un mercado de capitales desarrollado potencia la oferta de instrumentos de cobertura de riesgos para todo tipo de empresas.

Un mercado de derivados profundo y robusto también es una pieza relevante en un mercado de capitales. Los derivados financieros se utilizan comúnmente para gestionar diversas exposiciones al riesgo financiero, incluyendo riesgos de precio, tipo de cambio, tasas de interés y crédito. Al permitir que los inversionistas separen y transfieran estos riesgos, los derivados contribuyen a una asignación más eficiente del capital, facilitan los flujos de capital transfronterizos y generan mayores oportunidades de diversificación de portafolios (Ilyina, 2004). Adicionalmente, los derivados facilitan el arbitraje entre mercados contribuyendo a su eficiencia.

Hay una extensa literatura teórica que respalda la importancia de instrumentos derivados en la gestión de los riesgos financieros de las firmas (Stulz, 1996). En concreto, para Chile, la disponibilidad de instrumentos de cobertura de tasa y monedas ha reducido la vulnerabilidad de empresas no financieras a shocks cambiarios y de tasas de interés (ver Fernández, 2006; Cowan, Hansen y Herrera, 2005; Cowan y Hansen, 2008). La evidencia al respecto disponible para Colombia es algo más ambigua (ver Barajas, 2016).

Los derivados pueden constituir una fuente de riesgo – ya sea por su uso como mecanismo de apalancamiento o por el contagio entre actores del sector financiero. El riesgo de contagio ha impulsado una agenda regulatoria global iniciada por el G20 con la declaración de Pittsburgh (ver G20 2009, y FSB, 2024) para promover que los derivados estandarizados se transen en bolsa o vía plataformas electrónicas reconocidas, con compensación centralizada vía Entidades de Contraparte Central (ECC) y creación de registros para transacciones OTC.

El cimiento de los mercados de capitales es el mercado de deuda pública soberano en moneda local.

Un mercado de deuda pública líquido y transparente es clave para el adecuado funcionamiento del mercado financiero.

Funciona como *benchmark* para el precio de bonos privados, de créditos y de otros instrumentos financieros. Constituye además una pieza clave en la determinación y transmisión de la política monetaria. A su vez, un menor premio de liquidez en este mercado reduce el costo de fondeo público e impacta indirectamente en otros precios del sector financiero (Amihud y Mendelson, 1991; Krishnamurthy, 2002). En cuanto a estabilidad financiera, destaca la relevancia de activos líquidos de alta calidad en la gestión de liquidez de bancos, otros intermediarios y fondos. Cabe señalar que los países emergentes tienden a presentar baja liquidez en este mercado en relación con mercados desarrollados (Mohata, 2002; Laeven, 2014). Chile no es una excepción. En Chile, en particular, la liquidez del mercado de deuda pública es baja, y además cayó después del año 2021 (ver recuadro 4). Algo similar ocurre en Perú – lo que ha llevado al Fondo Monetario Internacional (IMF 2018) a recomendar a Perú en su FSAP más reciente que avance en el desarrollo de un mercado de REPOs y priorice la emisión de deuda pública alrededor de *benchmarks* de largo plazo.

RECUADRO 4:

Liquidez en renta fija y mercado de REPOs en Chile.

La falta de liquidez en el mercado de renta fija soberana de Chile, la ausencia de un mercado de REPOs de bonos soberanos, la presencia de grandes inversionistas institucionales, y una significativa dependencia en notas de corto plazo del BCCh para la gestión de liquidez de las instituciones financieras, han llamado la atención por un tiempo largo a observadores y al Fondo Monetario Internacional (ver FSAP de Chile 2011). Ello, por cuanto se observan imperfecciones en el proceso de descubrimiento de precios en el mercado de renta fija, menor liquidez y potenciales ripios en la transmisión de la política monetaria.

Las potenciales razones son múltiples, pues se reconoce que muchas dimensiones interactúan, no solo en Chile (Mohanty, 2002). Por un lado, la implementación de la política monetaria del BCCh es atípica en comparación con otros bancos centrales. La inyección de liquidez se realiza mediante préstamos colateralizados en vez de utilizarse un REPO. Esto debido a la prohibición constitucional que tiene el BCCh de adquirir bonos de Tesorería. Al utilizar un crédito colateralizado, los instrumentos prendados quedan fuera de circulación. El retiro de liquidez no se realiza con un anti-REPO, sino con una emisión de notas de corto plazo. De esta manera, y en contraste con países donde se observan mercados de REPO profundos, el BCCh de Chile no es un actor relevante. La emisión de notas cortas por parte del Banco Central probablemente resta liquidez del mercado de renta fija soberano, pues compite directamente con este mercado a la hora de atraer el interés de inversionistas.

Por otro lado, el BCCh realiza su gestión de liquidez exclusivamente con los bancos, no habiendo mecanismos de operación, salvo en situaciones de inestabilidad financiera, con entidades no bancarias. Nuevamente esto contrasta con otras jurisdicciones donde actores no bancarios, como las administradoras de fondos y corredores de valores no bancarios son participantes activos en los mercados monetarios o de corto plazo (money markets), jugando un rol relevante en el turnover de instrumentos de deuda pública y con acceso directo a las operaciones de liquidez del Banco Central.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) están limitadas legalmente en apalancar su balance, lo que impide que puedan realizar anti-REPOs o préstamos de valores con su portafolio propio de bonos de la Tesorería. Adicionalmente, la regulación hace que las plataformas OTC comúnmente utilizadas en el trading de renta fija no están disponibles para las AFP, teniendo que recurrir indirectamente vía bolsa.

Hasta la dictación de la Ley de Resiliencia en 2023, no existía en Chile un marco legal explícito que reconociera el REPO, lo que está en curso de subsanarse, en particular con el BCCh que dictará las condiciones para un contrato marco de REPO estándar en el futuro cercano.

El FMI recientemente elaboró un reporte técnico, que aborda un conjunto de recomendaciones para promover el mercado de REPO en Chile (FMI 2025). Estas incluyen, completar el marco normativo para REPO utilizando las facultades que otorga la Ley de Resiliencia (BCCh), aclarar el tratamiento de los REPO en los diversos marcos regulatorios (CMF), dar claridad al tratamiento tributario de los REPO (SII) y tomar el liderazgo en coordinar un conjunto de desarrollos de infraestructura necesarios para este mercado (BCCh).

De esta manera, es importante considerar los múltiples componentes del mercado a la hora de analizar su impacto en el crecimiento económico.

La Figura 13 esquematiza cómo estos componentes interactúan para potenciar el financiamiento y la resiliencia de las firmas, y por tanto el crecimiento económico. Un mercado de deuda pública líquido en distintos plazos está en la base del sistema financiero. Este mercado facilita el desarrollo de los mercados de deuda privados y de acciones, los que a su vez juegan un rol directo en el financiamiento de empresas no financieras, o facilitan el financiamiento de empresas en forma indirecta vía intermediarios, fondos o mercados especializados (como el de las facturas). Finalmente, un mercado profundo y transparente de derivados puede potenciar el funcionamiento de los mercados de deuda y acciones, además de entregar herramientas claves de gestión de riesgo a las empresas e intermediarios.

FIGURA 13:
Mercado financiero y crecimiento de las firmas: Una mirada global



El rol del mercado de capitales en el financiamiento de empresas ha sido dispar en los tres países.

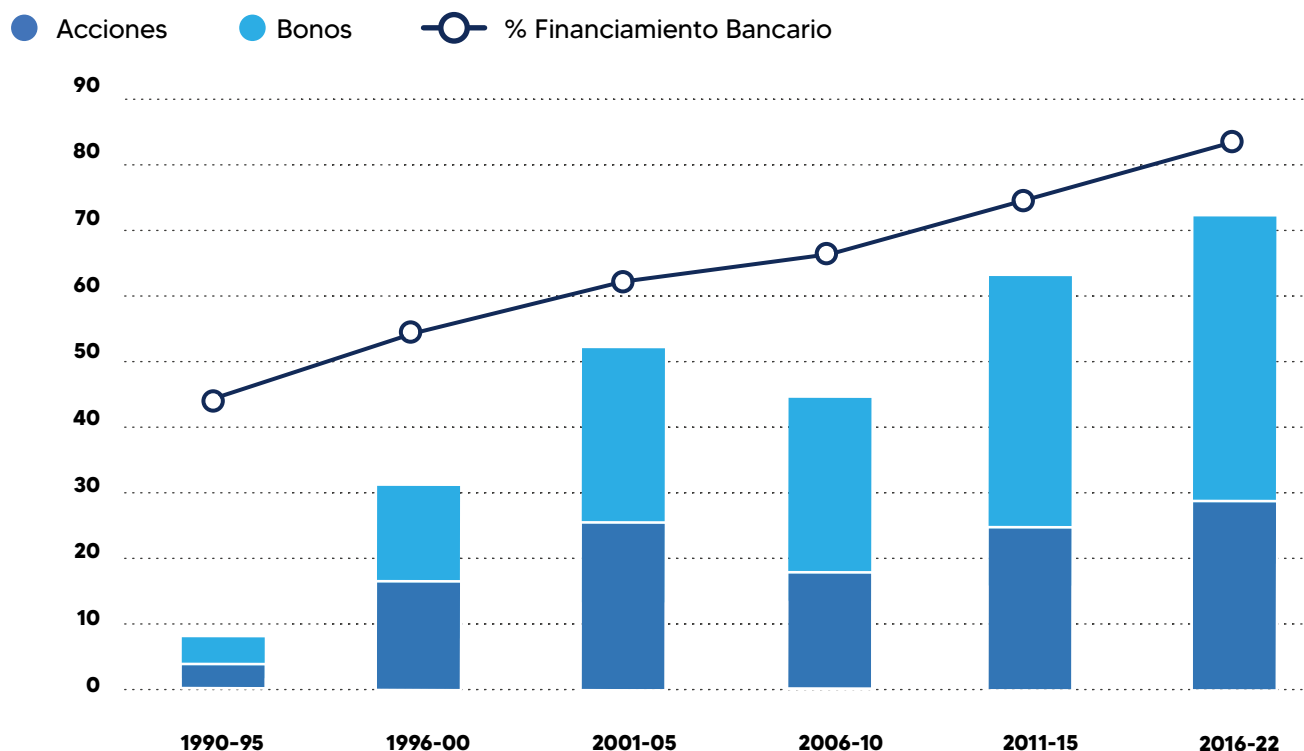
El monto de financiamiento que se ha levantado a través de los mercados de capitales varía significativamente entre los tres países.

En el periodo 2016-22 el stock acumulado de acciones y deuda emitidos desde 1990, y aún vigentes en Chile, llegaba a un 64% del PIB, similar al nivel promedio de las economías de ingreso alto. Esto corresponde a cerca del 80% del stock de crédito a empresas otorgado por la banca en este periodo. Estos números son de un 24% del PIB (50% del crédito bancario) en Colombia y 19% del PIB (40% del crédito bancario) en Perú. (Figura 14).

FIGURA 14:

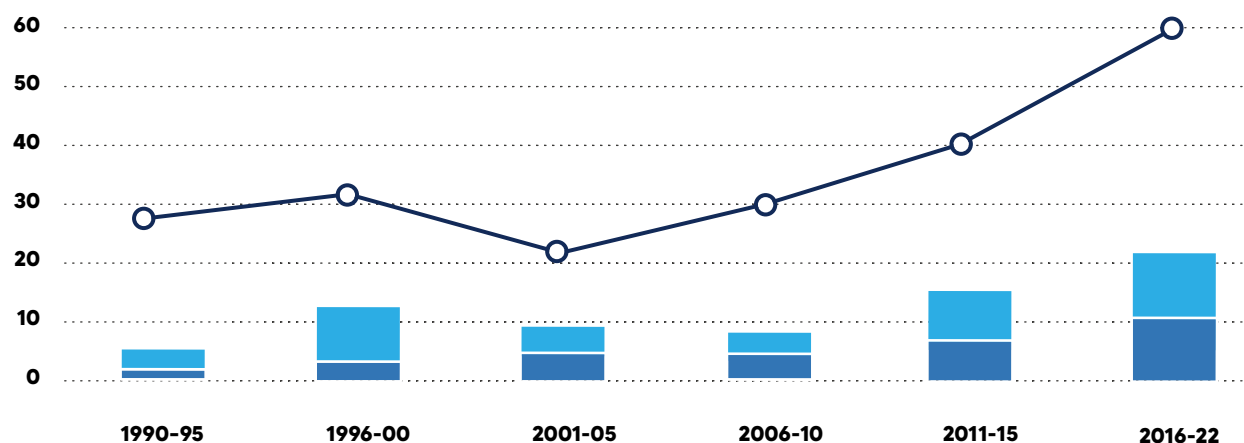
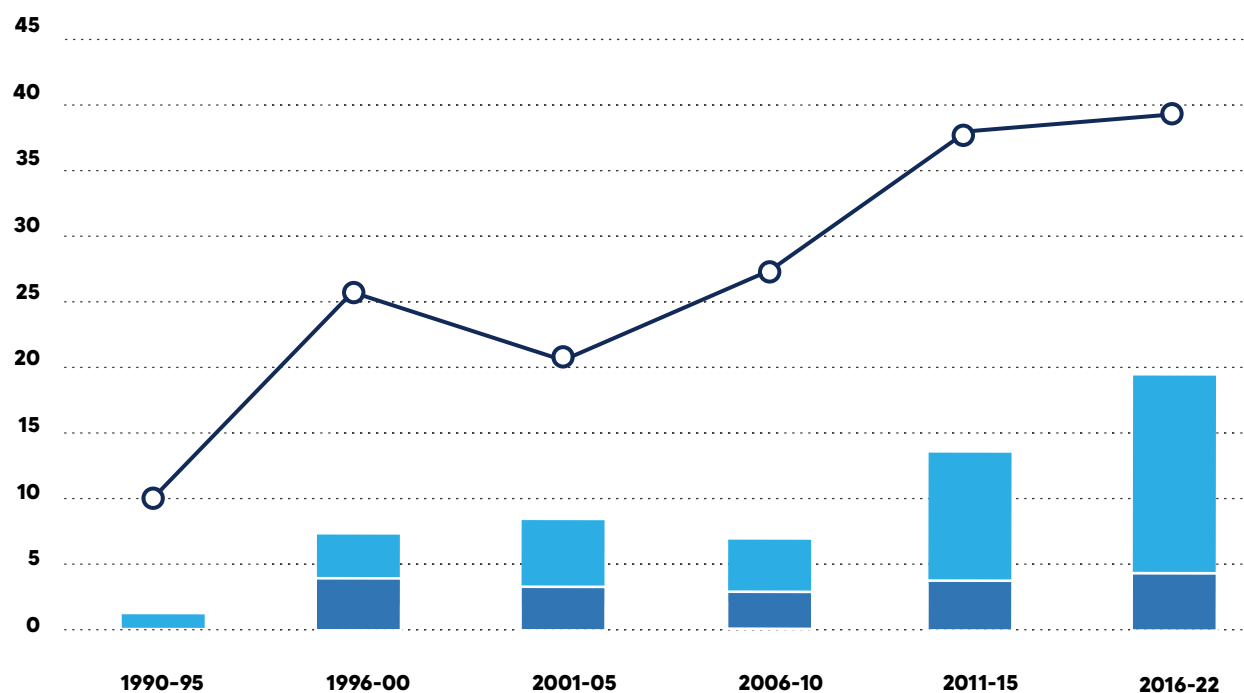
Financiamiento de empresas vía acciones y bonos en países nuam (Porcentaje del PIB y del Financiamiento Bancario)

Panel A: Chile



Panel B: Colombia

● Acciones ● Bonos ○ % Financiamiento Bancario

**Panel C: Perú**

Fuente: Meh et al 2025

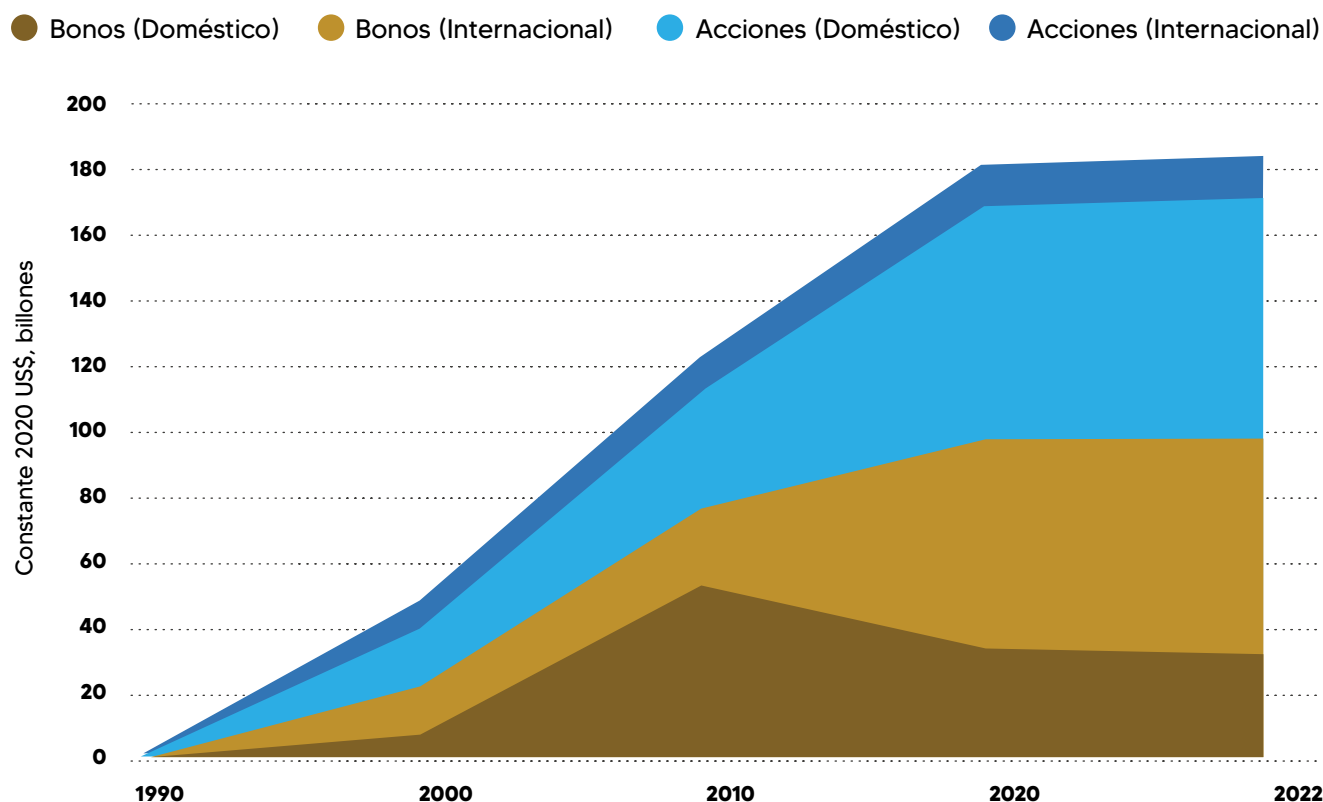
Nota: Las figuras muestran la emisión acumulada (neta de amortizaciones) desde el año 1990 de bonos y acciones. También se compara dicha emisión con el stock del financiamiento bancario.

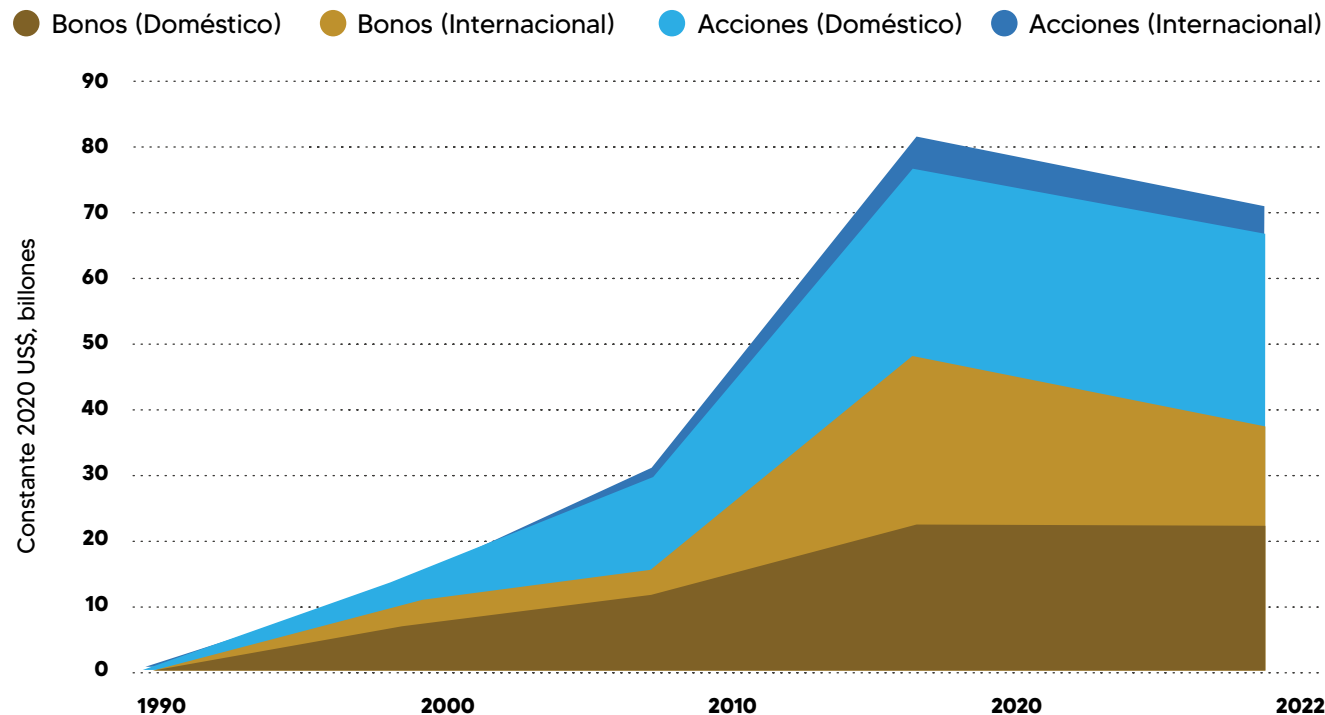
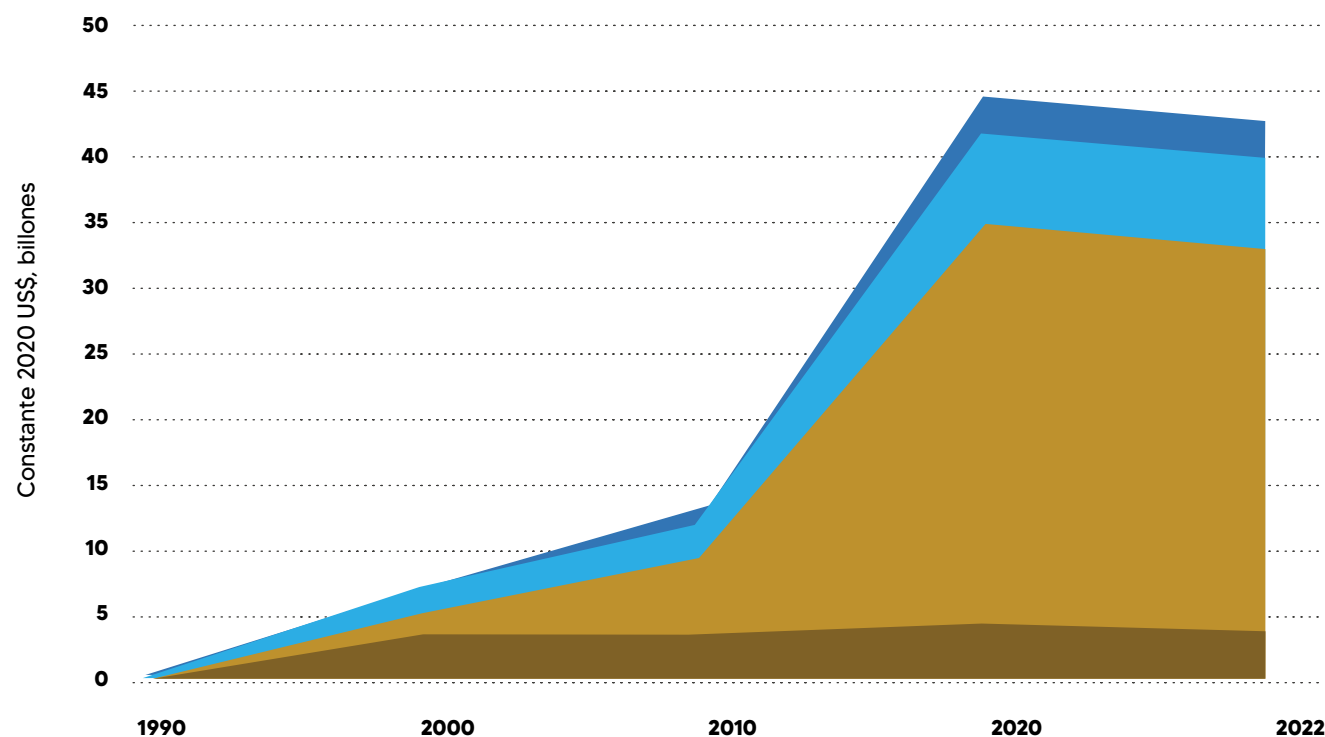
La estructura de este financiamiento también es heterogénea.

En Chile y Colombia el monto acumulado vía deuda y capital es similar (Figura 15). En Perú, los bonos son la principal fuente de financiamiento. En cuanto a los mercados de emisión – las empresas de los tres países colocan sus acciones casi exclusivamente en el mercado local. En deuda, en contraste, hay una importante fracción colocada en mercados globales. En Chile, hasta la crisis subprime, el grueso del stock de bonos vigentes había sido emitido en el mercado local. Esto cambia a partir del 2010 llegando a ser solo un tercio del stock en lo más reciente. En Colombia, la relación interna/externo es cercana a 50% y se ha mantenido estable. En Perú, casi todo el stock de bonos vigentes está en instrumentos emitidos en el exterior.

FIGURA 15:
Estructura de financiamiento vía mercado de capitales en países nuam

Panel A: Chile



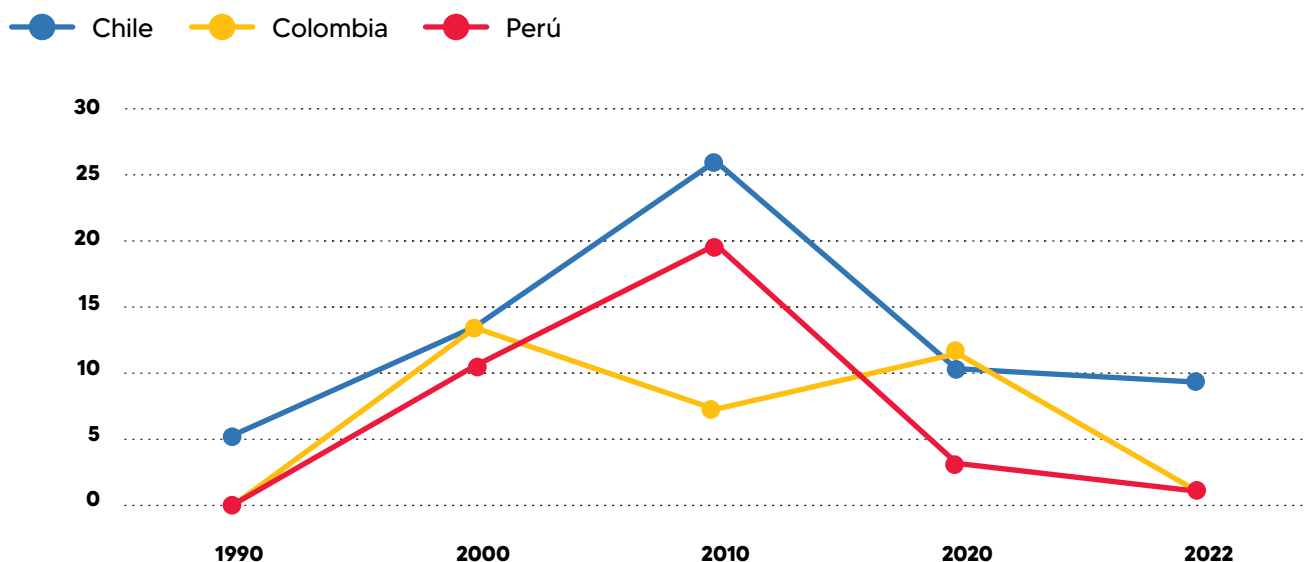
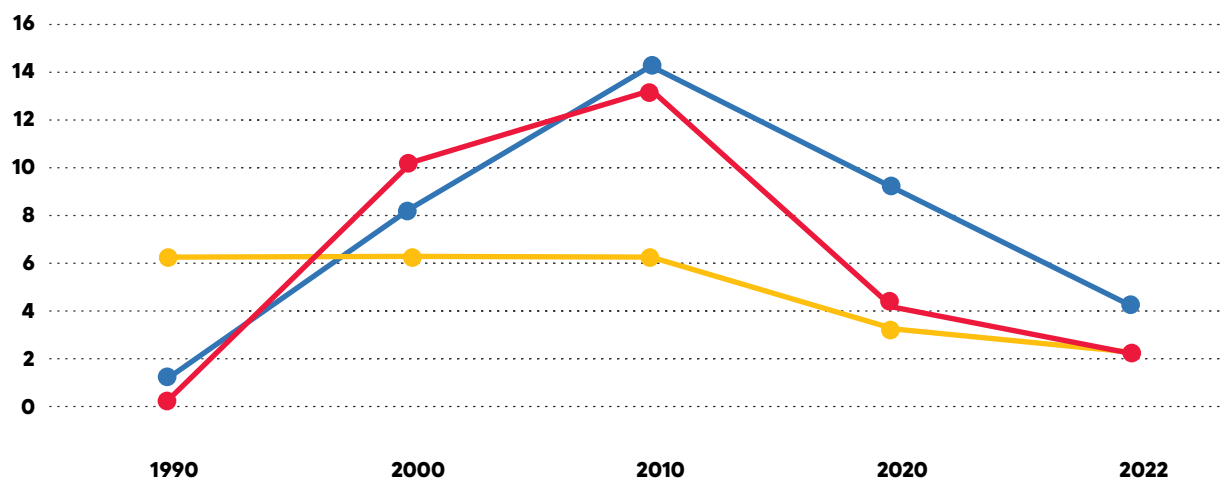
Panel B: Colombia**Panel C: Perú**

Fuente: Schmuckler 2024.

Nota: Las figuras muestran la emisión acumulada (neta de amortizaciones) de bonos y acciones desde el año 1990. También se compara dicha emisión con el stock del financiamiento bancario.

El número de emisiones ha bajado en los últimos años en los tres mercados. Luego de un periodo de alta emisión previo a la crisis subprime, el número de nuevos instrumentos ha caído fuertemente a partir del 2015 en Chile y Perú, y en menor medida en Colombia (Figura 16). Estos datos se corroboran con el muy bajo número de OPAs en Chile y Perú (Tabla 1). Este fenómeno de bajo número de emisiones es particularmente marcado en los países nuam– y no se ve en países desarrollados pequeños y abiertos, en México y Brasil o en el promedio de países de Asia.

FIGURA 16:

Número de nuevas emisiones en países nuam**Panel A: Empresas no financieras****Panel B: Empresas financieras**

Fuente: Meh et al 2025.

Nota: Las figuras muestra la emisión acumulada (neta de amortizaciones) de bonos y acciones desde el año 1990. También se compara dicha emisión con el stock del financiamiento bancario.

TABLA 1:
IPOS en nuam y otros países de referencia

País	Total IPOs 2014-2024
Australia	788
Brasil	24
Chile	4
Colombia	1
México	18
Canadá	27
Nueva Zelanda	187
Perú	0

Fuente: World Federation of Exchanges

Aunque los países que integran nuam han gradualmente desarrollado sus mercados de capitales, tienen rezagos relevantes respecto de otras economías emergentes en Europa y Asia de niveles similares de desarrollo y tamaño



Como se argumentó antes, se observa que los países de mayor ingreso per cápita tienden a poseer sistemas financieros mayormente desarrollados. Esta relación tiende a ser no lineal: conforme los países alcanzan mayores ingresos per cápita, su correlación con la profundización financiera se va atenuando. El tamaño de los países también influye positivamente en el grado de desarrollo financiero. Las economías más grandes son más diversificadas, y tienden a atraer a un mayor número de inversionistas dados los costos fijos de acceder a cada mercado y analizarlo. La estructura productiva de los países también tiende a correlacionarse con el desarrollo financiero, y en los países emergentes tiende a observarse que su focalización en recursos naturales se asocia con mercados de capitales más pequeños por razones de economía política, por ejemplo. La razón de dependencia en la población incide en el tamaño de los sistemas de pensiones: países más “viejos” tienden tener pools de activos financieros más grandes. Algunas economías se han transformado en centros financieros. La diversidad de experiencias muestra que este proceso virtuoso no ocurre automáticamente, sino que depende de sentar las bases correctas así como la implementación de reformas.

Para entender el grado de desarrollo de los sistemas financieros de Chile, Colombia y Perú se estiman regresiones para un conjunto amplio de países emergentes y desarrollados. La selección de variables responde a la disponibilidad de datos. Elaboramos dos *benchmarks* considerando diferentes no-linealidades entre PIB y profundidad financiera. La metodología sigue de cerca a De La Torre et al (2011). Las variables analizadas incluyen: crédito bancario (% del PIB), capitalización bursátil (% del PIB), deuda corporativa internacional (% del PIB), deuda corporativa nacional (% del PIB) y rotación de acciones (*turnover*) (porcentaje de la capitalización). Examinamos dos períodos, 2005/2007/2008 y 2020/2022, según la disponibilidad de información. Las variables explicativas son PIB per cápita, población (tamaño), *dummies* para países exportadores de *commodities*, tasa de dependencia y una *dummy* para centros financieros. Con los resultados obtenidos se construyen *benchmarks*, que permiten comparar la profundidad del mercado de capitales de un país con el promedio de países de similar nivel de ingreso y tamaño.

El ejercicio de benchmark permite identificar brechas de desarrollo, pero no implica que la profundidad del mercado financiero no responda a acciones del sector privado o políticas públicas. Como se discute más adelante, el tamaño y complejidad del sector financiero no solo se correlaciona con su tamaño e ingreso per cápita, sino que depende del entorno macroeconómico, su apertura financiera, su marco institucional y un conjunto amplio de políticas públicas que incluyen la regulación y supervisión financiera, el marco tributario, entre otros. De esta manera, el desarrollo financiero sí depende de acciones concretas por parte del sector público y privado.

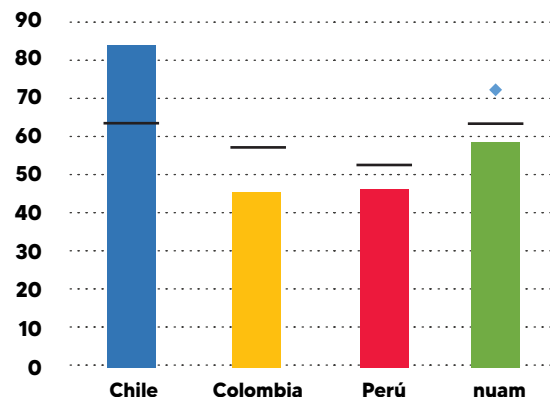
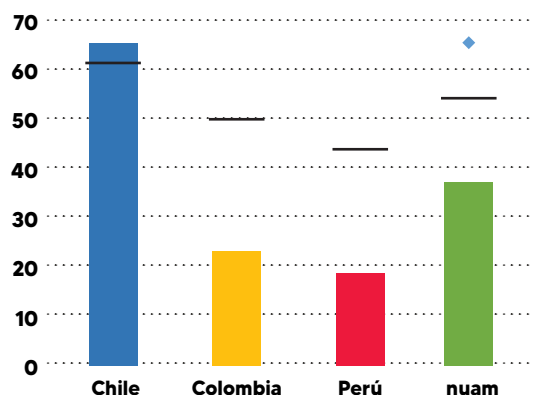
Existen diferencias en las brechas respecto de los benchmarks estimados en los países a los cuales abarca nuam. En términos de crédito local provisto por la banca, Chile está por encima de su *benchmark*, mientras Colombia y Perú han tendido a aproximarse a los suyos en años recientes. Por otra parte, Chile cuenta con una capitalización bursátil elevada, en tanto Colombia y Perú se encuentran algo más rezagados. En cuanto a la emisión de deuda privada internacional se ha visto un aumento considerable en las décadas recientes. De acuerdo a las cifras del Banco Mundial, en Colombia persiste un retraso importante en la emisión de deuda privada interna.

Donde coinciden los tres países es en que todos tienen un rezago muy significativo en la liquidez del mercado bursátil respecto de su benchmark. (Figura 17) La liquidez no solo es baja, sino que además se concentra en un número limitado de acciones. En los tres países que cubre nuam, más de un 60% de las transacciones se concentran en las diez empresas más grandes, una fracción mucho mayor que la observada en otros países pequeños y abiertos como Australia y Canadá, y en el promedio de Asia y Oceanía.

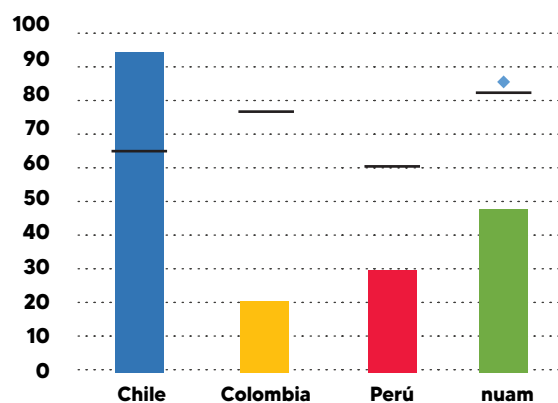
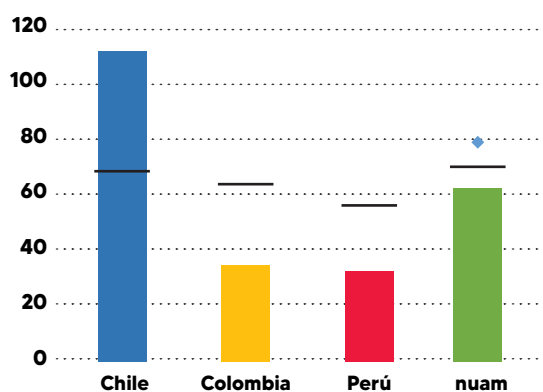
FIGURA 17:
Desarrollo del mercado de capitales en países que integran nuam

Panel A: Crédito interno en 2005 y 2022, respectivamente

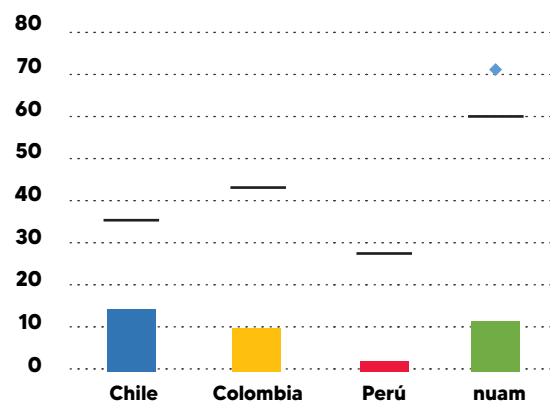
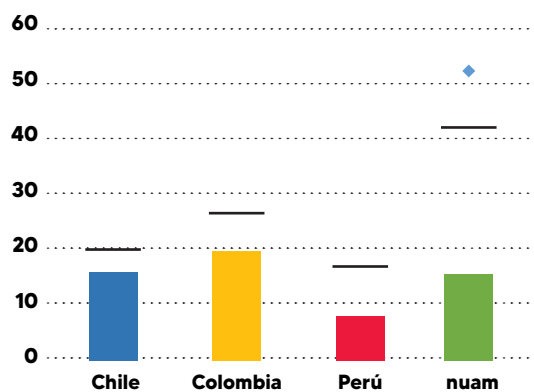
◆ GDP Chile — Benchmark



Panel B: Capitalización bursátil en 2005 y 2022, respectivamente

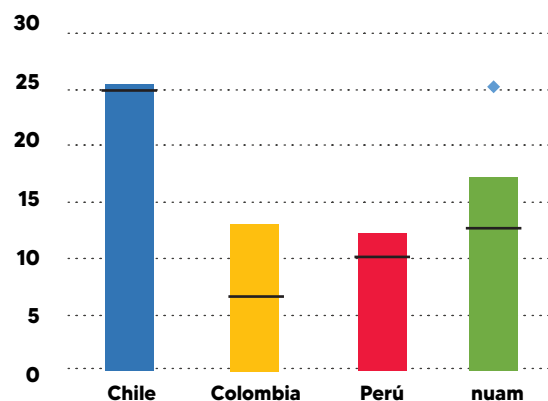
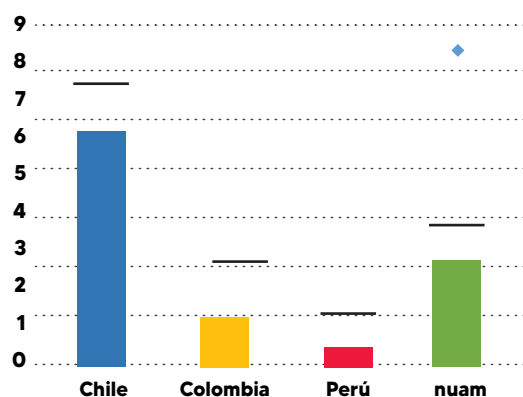
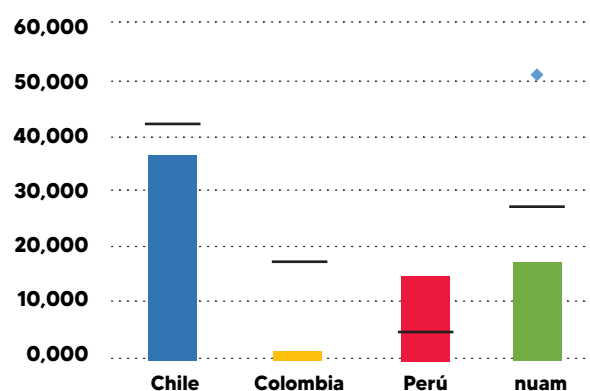
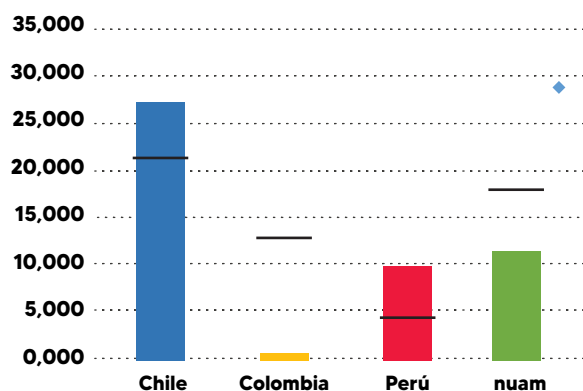


Panel C: Rotación de acciones en 2005 y 2022, respectivamente.



Panel D: Instrumentos de deuda privada (internacional) en 2005 y 2022, respectivamente

◆ GDP Chile — Benchmark

**Panel E: Instrumentos de deuda privada (locales) en 2005 y 2022, respectivamente.**

Fuente: Cálculos de los autores en base a datos del Banco Mundial.

Nota: Los *benchmark* corresponden al valor que corresponde a cada país, en base a una regresión que incluye ingreso per cápita, tamaño, exportación de commodities y un control por centros financieros.

La variable que mide tamaño en las regresiones de benchmark es relevante porque permite aproximar potenciales efectos escala asociados a la integración de nuam. Para hacerlo se alimenta la regresión con el PIB per cápita de Chile y el tamaño de los tres mercados integrados. Este ejercicio supone que nuam debería apuntar a implementar los más altos estándares de supervisión, regulación e infraestructura – que en este modelo simple se aproximan al nivel de ingreso per cápita. El *benchmark* de nuam sugiere un mercado de acciones 10 puntos del PIB más profundo, con 30 puntos más de rotación (más líquido) y un mercado de deuda privada 10 puntos más grande que el de Chile.

Aunque los países de la región han desarrollado gradualmente sus mercados de capitales, en varias dimensiones tienen rezagos respecto de países desarrollados y respecto de países emergentes en Europa y Asia de niveles similares de desarrollo y tamaño. Este diagnóstico es similar al de Ize (2007), De La Torre et al (2011) y Didier (2014)– que también destacan rezagos en el desarrollo de mercados de capitales en Latinoamérica, en especial en su baja liquidez.

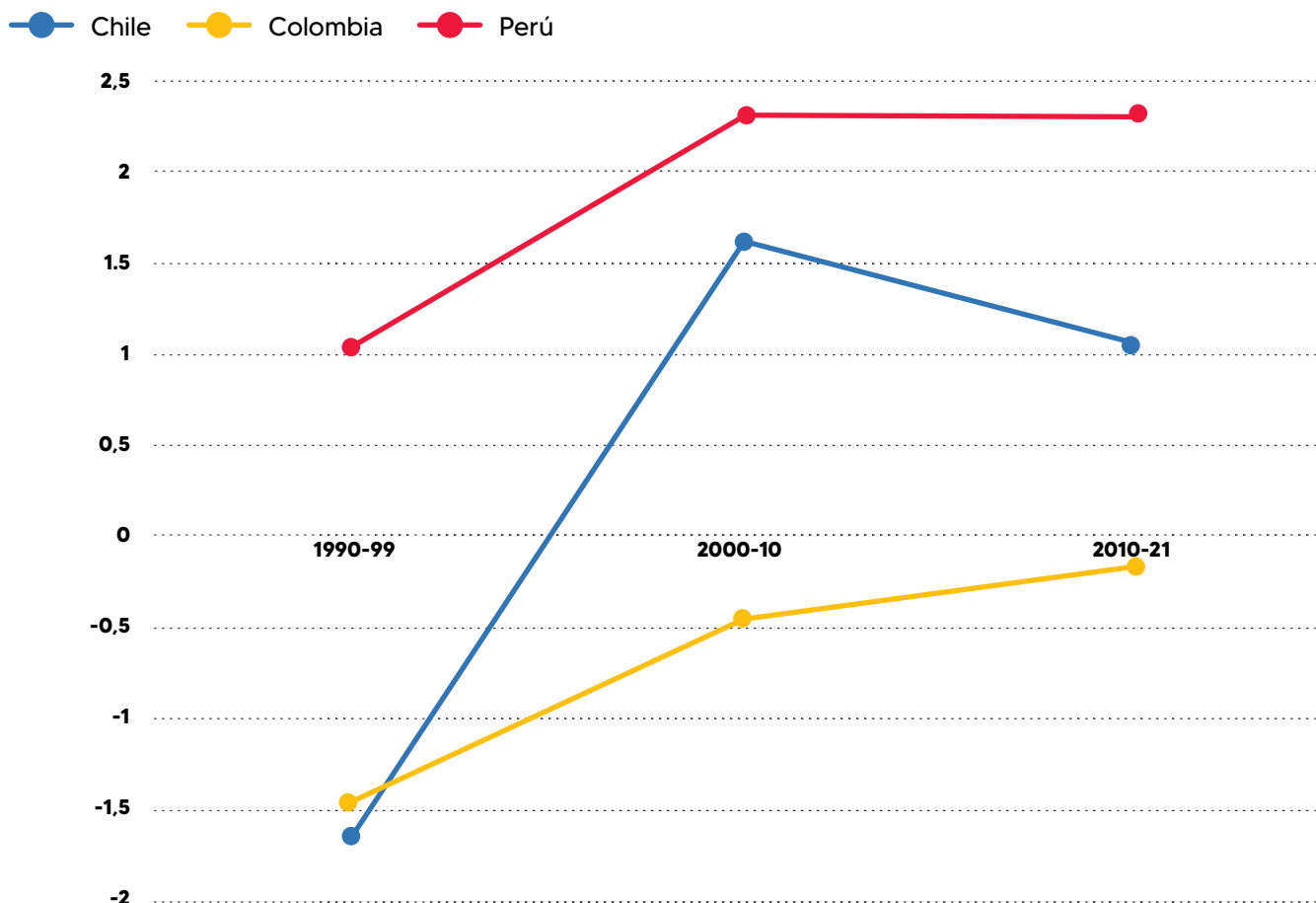
Se han planteado varias hipótesis para esta baja liquidez de los mercados. La primera es de tamaño. Como muestran las regresiones de *benchmark*, los mercados más grandes tienden a ser más líquidos. La otra es la importante presencia de inversionistas institucionales, en Chile y Perú, que juegan un rol de *buy and hold*. Otros autores han sugerido que la débil protección de inversionistas minoritarios puede ser un factor determinante (Brandão-Marquez, 2016). Para el caso de Chile, otros autores han enfatizado el potencial rol de la concentración en la industria de las AFP y alta carga regulatoria para la emisión de valores (Cifuentes et al., 2002). Con todo, esta baja liquidez hace particularmente relevante poder atraer otros actores no residentes a los mercados de estos tres países.

Estas brechas de desarrollo en los mercados de capitales persisten a pesar de una serie de reformas macroeconómicas y regulatorias implementadas en décadas recientes.

Los estudios que han explorado los determinantes de la profundización financiera han identificado diversos factores estructurales que pueden potenciar el desarrollo del mercado financiero en general. Entre ellos destacan la estabilidad macroeconómica, la apertura de la cuenta de capitales, la estructura tributaria (Laeven, 2014), el marco legal general del país (Burger y Warnock, 2006; La Porta et al., 1998) y el tamaño de la economía (Eichengreen et al., 2006; Cifuentes et al., 2002).

En décadas recientes los tres países nuam han avanzado significativamente en mejorar varias de estas condiciones estructurales. Los tres países tienen bancos centrales independientes, un régimen cambiario flexible (en especial Chile y Colombia) y regímenes de responsabilidad fiscal. Por su parte, han ido removiendo progresivamente sus controles de capitales (Figura 18). Como se menciona arriba, ello ha generado mayor estabilidad lo que se aprecia en la relativa mejor inflación comparando con la década de los noventa y la resiliencia frente a shocks externos.

FIGURA 18:

Liberalización de la cuenta de capital en países nuam

Fuente: Cálculos de los autores en base a Chinb e Ito (2006).

Otros estudios enfatizan condiciones institucionales específicas para el desarrollo del mercado de capitales (Claessens et al., 2000; La Porta, 2006; De la Torre et al. 2011b). Entre estos destaca: i) la existencia de un supervisor financiero especializado e independiente, ii) el desarrollo de una infraestructura básica para la transacción, custodia y liquidación de valores y iii) la existencia de un marco legal adecuado de regulación financiera que aborde las asimetrías de información en base a un régimen de entrega de información, protección de inversionistas minoritarios y restricciones para transacciones con información privilegiada.

En décadas recientes, los tres países que hoy integran nuam han implementado reformas de capitales relevantes para fortalecer el marco de supervisión y regulación. Chile, Colombia y Perú tienen supervisores financieros independientes para el mercado de valores. En el caso de Chile y Colombia, son supervisores financieros integrados, y en el caso de Perú es un supervisor especializado. Evaluaciones recientes por parte de la OCDE y el FMI para Chile enfatizan los avances recientes en la autonomía de la CMF, solo restando avanzar con mayor autonomía presupuestaria para cumplir plenamente con los estándares IOSCO y OCDE (ver FMI, 2011 y OCDE, 2011). Para Colombia, la reciente evaluación de la OCDE también destaca la autonomía del supervisor. (OCDE, 2017). Para Perú es relevante avanzar en mayor autonomía presupuestaria del supervisor (World Bank 2024).

Chile, Colombia y Perú cuentan con la infraestructura básica en sus mercados de capitales. Los tres países cuentan con bolsas de valores reguladas (y desmutualizadas), depósitos centralizados de valores y un sistema de pagos de alto valor. Chile y Colombia también cuentan con cámaras de compensación para el mercado de valores, el mercado de monedas y derivados OTC, y en Chile y Colombia registros de transacciones de derivados para derivados. Perú aún no cuenta con cámaras de compensación. Los tres países cuentan además con plataformas para la transacción de facturas (Tabla 2).

TABLA 2:
Infraestructura Mercado de Capitales

Infraestructura		Chile	Colombia	Perú
Bolsa de valores		BCS, BEC	BVC	BVL
Cámaras de compensación			CRCC	
	Valores	CCLV		
	Derivados	COMDER		
	Monedas	COMBANC FX		
Sistema de Pagos de Alto Valor		LBTR y COMBANC	CUD	LBTR (*)
Depósitos Centrales		DCV	Deceval y DCV	CAVALI
Depositorio Transacciones Derivados		SIID	CRCC	
Bolsas Facturas		Bolsa Productos	Bolsa Mercantil de Colombia	Puerto X

Fuente: Sitios web de las respectivas instituciones

El grado de fragmentación y la estructura de propiedad de las entidades de infraestructura difiere sustancialmente entre los tres países. En Perú y Colombia, la Bolsa de Comercio (y ahora nuam) es propietaria de la plataforma bursátil, el custodio y (en Colombia) de la cámara de compensación de valores, monedas y derivados. En Chile, en cambio, sólo la cámara de compensación de valores es filial de la bolsa, y el depósito de valores es propiedad de diversos actores del sistema financiero. Por otra parte, en Chile existen tres cámaras de compensación, cada una enfocada en distintos mercados: la cámara de valores (CCLV), una cámara de derivados OTC COMDER y la cámara de monedas COMBANC (estas dos últimas de propiedad bancaria). Finalmente, hay diferencias entre Chile y Colombia en el alcance de las operaciones compensadas vía cámara. En Colombia las operaciones REPO se compensan vía cámara, en Chile las pocas operaciones REPO que se realizan se compensan y liquidan en forma bilateral. Esta fragmentación puede estar impactando la eficiencia con la cual operan dichas cámaras. Por un lado, porque hay economías de escala relevantes en la operación de la infraestructura. Por otro, porque cámaras integradas permiten un mayor nivel de neteo de operaciones, y por tanto una gestión más eficiente de la liquidez, garantías y colaterales por parte de los participantes, que en el caso de cámaras fragmentadas.

En los tres países también se ha avanzado en regulación financiera. En el caso de Chile, por ejemplo, se han ido cerrando progresivamente las brechas respecto del cumplimiento de los principios para el mercado de capitales de IOSCO identificadas por el FSAP del 2011 (IMF 2011). Destacan los avances en la autonomía funcional y la gobernanza de la CMF, la implementación de requisitos de registro y cumplimiento continuo de auditores, estándares de acreditación para gestores de fondos y corredores y los avances en la posibilidad de realizar intercambio de información con organismos globales, faltando solo entregar mayor autonomía financiera a la CMF.

Los tres países tienen marcos de entrega de información al mercado que cumplen con estándares internacionales. Chile, Perú y Colombia han adoptado los *International Financial Reporting Standards* (IFRS) para los estados financieros. En lo más reciente, Chile y Colombia han adoptado además estándares de entrega de información en materias Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG), con normativa local en el caso de Colombia y en el caso chileno con la plena adopción de estándares del ISSB a partir del año 2026 (ver CMF, 2021; S&P, 2024; ISSB, 2025) (Tabla 3)

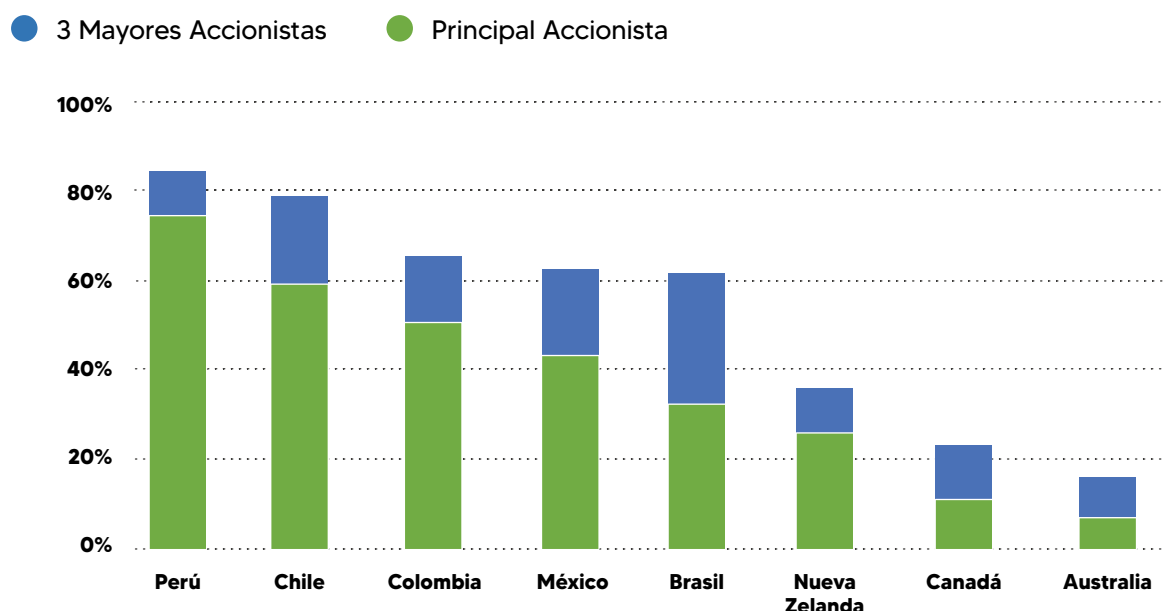
TABLA 3:
Estándares contables

PAÍS	¿Estándares IFRS requeridos para compañías públicas domésticas?	¿ISSB Adoptado?	Índice protección a minoristas (0-50)	Ranking protección a minoristas (190 países)
Chile	Sí	Sí	33	51
Colombia	Sí	No. Desde 2021 obliga a ciertas empresas a alinearse con Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) y los Estándares SASB	40	13
Perú	Sí	No	34	45
Brasil	Sí	Sí	31	61
México	Sí	Planea adoptarlo	31	61
Reino Unido	Sí	Planea adoptarlo		
Estados Unidos	No, usan US GAAP.	Otra jurisdicción con estándares similares: mezcla de principios impulsados por la SEC, EPA e iniciativas voluntarias.	36	36
Australia	Sí	Sí	32	57
Canadá	Sí	Sí	42	7
Nueva Zelanda	Sí	Otra jurisdicción con estándares similares: External Reporting Board (XRB)	43	3
Suecia	Sí	Otra jurisdicción con estándares similares: European Sustainability Reporting Standards (ESRS)	36	28

Fuente: Doing Business, Banco Mundial, Standard and Poors (2024) e IFRS.

Para los tres países, avanzar en la protección de los inversionistas minoritarios es particularmente prioritaria. En todos los países nuam, la concentración de la propiedad de las empresas listadas excede con creces el promedio de la OCDE. La Figura 19 muestra la concentración de la propiedad en los tres países, y la compara con otros países de mayor ingreso de la región y con países pequeños y abiertos de mayor ingreso.

FIGURA 19:

Concentración de la propiedad en empresas listadas

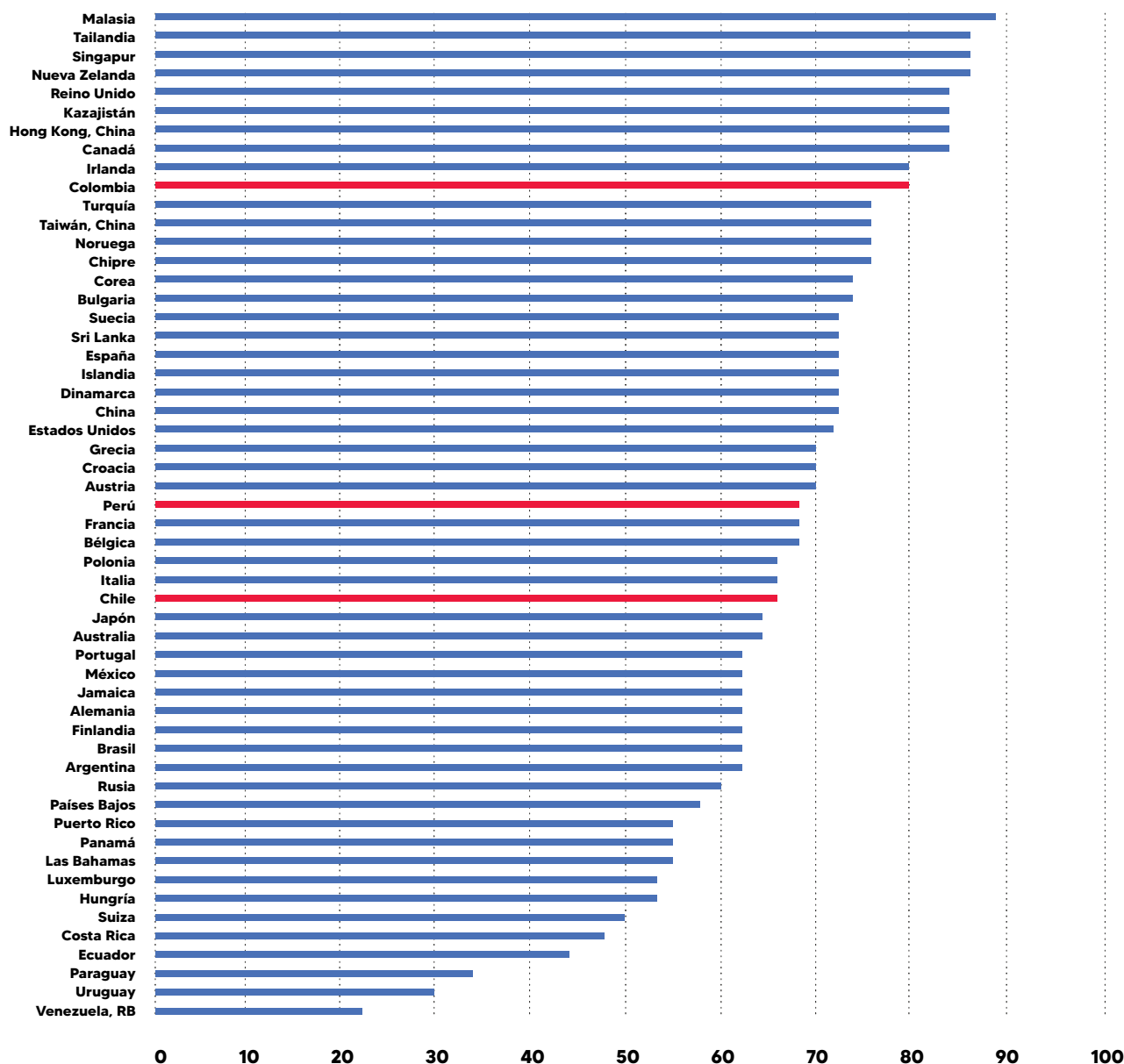
Fuente: OCDE.

En años recientes se han hecho avances en fortalecer el marco de protección del inversionista minoritario. Sin embargo, en algunos ámbitos aún persisten brechas respecto de mejores prácticas. Esto se refleja en algunos de los rankings de gobierno corporativo que realiza el Banco Mundial (ver Figura 20). La Tabla 4 describe en mayor detalle el marco para estándares de gobierno corporativo en los tres países y los compara con los estándares de dos países desarrollados pequeños, con altos puntajes en los antes mencionados rankings.

En Chile, por ejemplo, destaca la ausencia de un marco país de gobierno corporativo, acordado por el sector privado e informes nacionales sobre gobierno corporativo— como los que tienen Perú y Colombia. En otros ámbitos, los mecanismos de protección, aunque existentes en los tres países, son algo menos favorables para los minoritarios que en los *benchmark* de Canadá y Nueva Zelanda: umbrales para que un minoritario pueda solicitar una junta o poner un ítem en tabla, periodos de rotación y razones mínimas para directores independientes. En Perú será importante la implementación de las recomendaciones que surjan del proceso de evaluación sobre el grado de cumplimiento de los principios de la OCDE en el que el Perú actualmente participa.

Un ámbito específico de perfeccionamiento para el mercado de Colombia es en el tratamiento de las OPAs. Al respecto La Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) dependiente del ministerio de Hacienda, ha anunciado una reforma normativa tendiente a fortalecer la información entregada al mercado, modificar los umbrales de OPAs obligatorias, modificar el tratamiento de OPAs sucesivas, requerir una opinión por parte del Directorio, entre otros⁵.

FIGURA 20:

Ranking de estándares de gobierno corporativo

Fuente: Doing Business, Banco Mundial.

5.- <https://www.halconesypalomas.com/2025/04/25/colombia-modificara-umbrales-de-ofertas-publicas-de-adquisicion-obligatorias-incluiara-precios-diferenciales-y-eliminara-opas-sucesivas/>

TABLA 4:
Principios de gobierno corporativo

Principios OCDE	Chile	Colombia	Perú
Responsabilidad del directorio de actuar de acuerdo a las políticas de sostenibilidad al ejercer sus funciones.	No	Recomendado solo para bancos	No
Proveedores de calificaciones y datos ESG regulados?	No	No	No
Autonomía, Recursos y Gobernanza Supervisor	Sí	No cuenta con una junta*	Sí
Código país de gobierno corporativo	No*	Sí**	Sí
Informes nacionales sobre gobierno corporativo	No	Sí, emitido por SFC	Sí, emitido por SMV
Periodo mínimo de notificación de juntas generales de accionistas	10 días**	15 días	25 días
Derechos de los accionistas para solicitar una reunión	Tener al menos 10% del capital	Tener al menos 10% del capital	Tener al menos 20% del capital (5% para grupo de empresas específicas con dispersed ownership)
Reglas de oferta pública de adquisición (OPA)	Se activa cuando un accionista supera 2/3 del capital social.	Se activa cuando un accionista supera el 25% del capital social.	Se activa cuando un accionista supera el 25% del capital social con derecho a voto
Derecho accionista a colocar tema en la agenda	Tener al menos 10% del capital	Tener 50% + 1	—**
Procedimiento formal para conteo de votos / Publicación de resultado votación	Requerido / Plazo 10 días	No / Inmediatamente	Requerido / Inmediatamente
Se permiten las juntas generales virtuales/ híbridas?	Sí	Sí	No/Sí
Estructura Directorio	Un solo nivel (one tier)	Un solo nivel (one tier)	Un solo nivel (one tier)
Maxima duración de un director en el cargo (años)	3	No especifica	3
Separación CEO y Pdte del directorio	Requerida	Requerida	Recomendada
Numero minimo/ Ratio de directores independientes	1 ***	0,25	0,33
Aprobación del directorio para transacciones con partes relacionadas	Requerida	Requerida	Requerida
Responsabilidades fiduciarias y de administración de los inversionistas institucionales y otros intermediarios	Requeridas por ley	Requeridas por ley, salvo reportar las actividades a clientes/beneficiarios.	Requeridas por ley, salvo engagement en temas de sustentabilidad y fijar una política de votación.
Emisión de acciones con votos limitados/sin derecho a voto	Permitido	Limitado: permitido. Sin derecho: Permitido con max de 50%	Permitido

Fuente: Doing Business, Banco Mundial, Standard and Poors (2024) e IFRS.

Principios OCDE	Canadá	Nueva Zelanda
Responsabilidad del directorio de actuar de acuerdo a las políticas de sostenibilidad al ejercer sus funciones.	No	No
Proveedores de calificaciones y datos ESG regulados?	No	No
Autonomía, Recursos y Gobernanza Supervisor	Sí	Sí
Código país de gobierno corporativo	Sí	Sí
Informes nacionales sobre gobierno corporativo	Sí, emitido por entidad gubernamental y privada	No hay informacion
Período mínimo de notificación de juntas generales de accionistas	21-60 días	10 días hábiles
Derechos de los accionistas para solicitar una reunión	Tener al menos 5% del capital	Tener al menos 5% del capital
Reglas de oferta pública de adquisición (OPA)	Se activa cuando un accionista supera el 20% del capital social con derecho a voto	Se activa cuando un accionista supera el 90% del capital social.
Derecho accionista a colocar tema en la agenda	Tener al menos 1% del capital	Tener 1 acción como mínimo
Procedimiento formal para conteo de votos / Publicación de resultado votación	No / Inmediatamente	A petición de los accionistas /No hay requisito o recomendación
Se permiten las juntas generales virtuales/ híbridas?	Sí/No se especifica	Sí
Estructura Directorio	Un solo nivel (one tier)	Un solo nivel (one tier)
Maxima duración de un director en el cargo (años)	1	No especifica
Separación CEO y Pdte del directorio	-	Recomendada
Numero minimo/ Ratio de directores independientes	2 (>50%)	2 requeridos. Se recomienda la mayoría
Aprobación del directorio para transacciones con partes relacionadas	Requerida	No hay requisito o recomendación
Responsabilidades fiduciarias y de administración de los inversionistas institucionales y otros intermediarios	Variados niveles de implementación según grupo objetivo. Ejemplo, para fondos de inversion solo indica responsabilidad, por ley, de fijar una política de votación y reportar actividades a clientes/beneficiarios finales.	Requeridas por ley solo para monitoreo, supervisión en caso de tercerizar y reportar actividades a clientes/beneficiarios finales.
Emisión de acciones con votos limitados/sin derecho a voto	Permitido	Permitido

Fuente: OCDE.

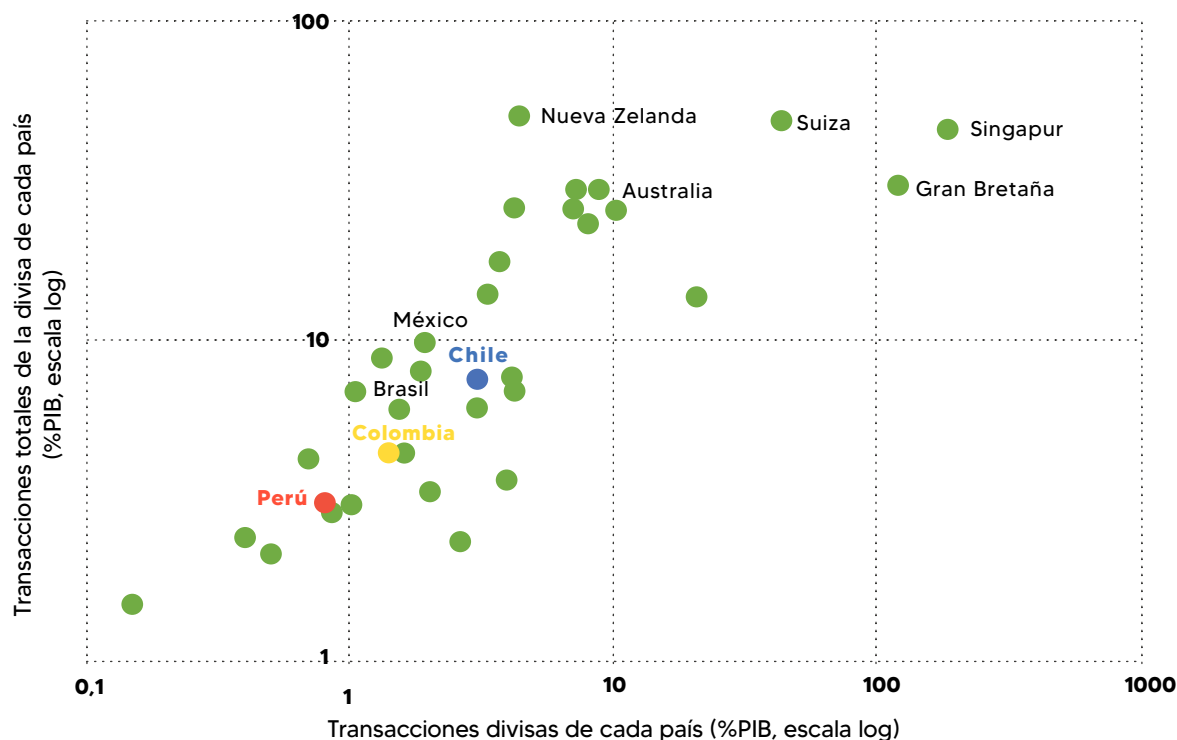
También existen oportunidades para seguir profundizando el mercado de divisas y derivados.

A pesar de su relevancia, los mercados de monedas y de derivados en los tres países están menos desarrollados que en países de ingreso alto. Si bien Chile tiene el mercado cambiario (spot o derivado) más profundo de los tres países y su moneda se transa más a nivel global, estos niveles de transacciones distan aún de las magnitudes que se observan en economías desarrolladas pequeñas y abiertas como Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Lo mismo ocurre con los derivados de tasas de interés (Figura 21 y Figura 22)⁶.

En cuanto a la regulación de derivados, destaca que en Chile se ha avanzado en la creación de un depositario de transacciones, la existencia de una Entidad de Contraparte Central (ECC), y la imposición de estándares PFMI a dichas ECCs. Por su parte, la regulación de bancos da un tratamiento diferenciado a las operaciones compensadas por ECC. No obstante lo anterior, en Chile aún no son obligatorias la compensación de derivados de intermediarios financieros por ECCs (en línea con los acuerdos del G20).

FIGURA 21:

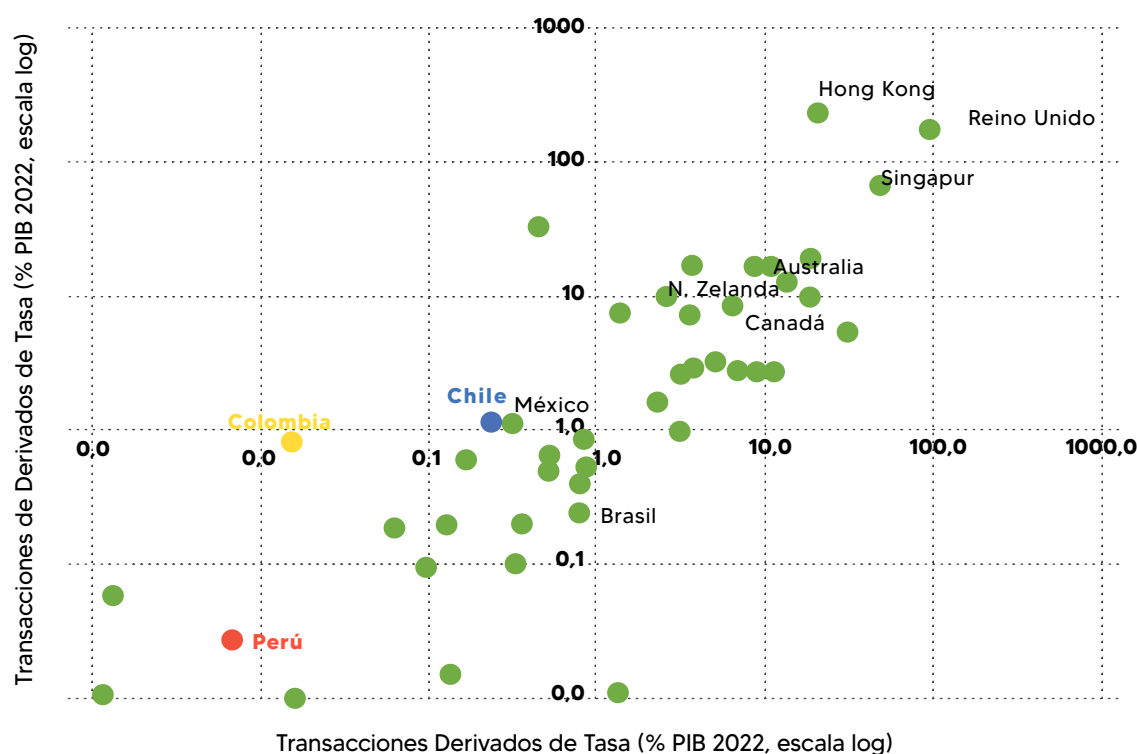
Turnover en mercado de divisas



Fuente: Caballero et al. (2022) y BIS.

6.- Para un análisis de los determinantes del desarrollo del mercado de derivados, ver Upper y Valli (2016).

FIGURA 22:
Rotación en derivados de tasas



Fuente: BIS

Recapitulando: a pesar de los avances de décadas previas, persisten brechas de profundidad en algunos de los mercados de nuam, y brechas de liquidez en los tres países.

Estas brechas persisten a pesar de avances en el marco “macro” para el desarrollo del mercado financiero y avances específicos en ámbitos claves para el mercado financiero. En este último ámbito se ha avanzado en mejorar la supervisión, la entrega de información y el marco para la integridad de los mercados.

En lo más reciente, los mercados han visto una “sequía” de nuevas emisiones, en especial en renta variable. Esta sequía no es generalizada entre las economías emergentes o desarrolladas, observándose volúmenes importantes de financiamiento en Asia. Es probable que parte de esta desaceleración sea la consecuencia (y no la causa) de un menor dinamismo de la actividad económica y la inversión. Lo anterior no reduce la importancia de seguir avanzando en profundizar segmentos específicos del mercado financiero y de capitales, incluyendo acciones que puedan potenciar la liquidez de los mercados de deuda y acciones, o cambios que puedan mejorar la profundidad y robustez del mercado de derivados, y en Chile y Perú para profundizar la liquidez del mercado de deuda pública.

Diversos cambios tecnológicos y legales han impulsado la integración de múltiples bolsas, con potenciales beneficios para los actores del mercado de capitales.

En las últimas dos décadas se han observado múltiples experiencias de integración bursátil.

Estos procesos de integración han ocurrido tanto al interior de países, como Estados Unidos (CME, NASDAQ, NYSE), España (Bolsa Madrid) y Brasil (B3), como entre países. Si bien muchos de los procesos de integración regional han ocurrido al interior de la zona euro– en el marco de la moneda común y una creciente convergencia regulatoria – también hay integraciones con países que están fuera de la zona euro, y experiencias transatlánticas. En muchos casos estos procesos de integración duran varios años, y en varios se han realizado en distintas etapas (ver Tabla 5).

TABLA 5:
Principales procesos de integración bursátil internacional

Exchange	Países	Año	Estructura	Formato Legal	Sistema de Trading	Clearing and Settlement	Moneda	Horario
EURONEXT	Países Bajos, Bélgica, Francia, Portugal, Irlanda, Noruega.	2000-2022	Integración Horizontal	Empresa cotizada en bolsa	Nouveau System de Cotation (NSC).	Clearnet	EUR	09:00 - 17:30 CET
EURONEXT-NYSE	Países Bajos, Bélgica, Francia, Portugal, Irlanda, Noruega, EEUU	2007	Integración Horizontal, M&A	Empresa cotizada en bolsa	NYSE Pillar, Optiq	USA: NSCC/DTCC, EUR: LCH Clearnet/ Euroclear de cada país, Interbolsa (Portugal)	EUR, USD	09:00 - 17:30 CET (EUR), 9:30 AM - 4:00 PM ET (NYSE)
BME (Bolsas y Mercados Españoles)	Madrid, Barcelona, Bilbao, Valencia	2002	Integración vertical: consolidación de todas las operaciones del mercado español en una única estructura.	Empresa cotizada en bolsa	SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español)	Iberclear	EUR	09:00 - 17:30 CET
OMX Group	Suecia, Dinamarca, Finlandia, Islandia, Latvia, Estonia, Lithuania	2004	Integración de redes: fusiones y adquisiciones en los mercados nórdico-bálticos.	Empresa cotizada en bolsa	INET Nordic	Nasdaq Clearing	EUR, SEK, DKK, NOK	09:00 - 17:30 CET
LSE & Borsa Italiana	Reino Unido, Italia	2007	M&A: creación de una nueva empresa holding que controla ambas bolsas de valores.	Empresa cotizada en bolsa	Millennium Exchange	LCH. Clearnet & Monte Titoli	GBP (LSE), EUR (Borsa Italiana)	08:00 - 16:30 GMT (LSE), 09:00 - 17:30 CET (Borsa Italiana)
CEE Group	Austria, Hungría, República Checa, Eslovenia	2004-2008	Integración de Redes- Unificación de sistemas de trading y compensación.	Empresa cotizada en bolsa	Xetra (proveedor es Deutsche Börse)	Sistema de compensación conjunto, liquidación a través de instituciones locales de cada país.	EUR, HUF, CZK, RSD	09:00 - 17:30 CET
NASDAQ-OMX GROUP	EEUU, Suecia, Dinamarca, Finlandia, Islandia, Latvia, Estonia, Lithuania	2008	Integración Horizontal, Adquisición por parte de NASDAQ	Empresa cotizada en bolsa	Nasdaq Matching Engine, INET Nordic (Adoptado tras la adquisición)	USA: CCP/DTCC, EUR: CCP / Depósito Central de Valores (CSDs) de cada país.	USD, EUR, SEK, DKK, NOK	NASDAQ 9:30 AM - 4:00 PM (ET), OMX 9:00 AM - 5:30 PM (CET)

Fuente: Sitios web de las diversas bolsas y Dorodnykh (2014).

El caso de Brasil reviste particular interés – por su cercanía geográfica con los países que integran nuam y por ser relativamente reciente. B3 surge el año 2008 con la integración de la Bolsa de Sao Paulo con la Bolsa Mercantil y de Futuros de Brasil. Posteriormente, en el año 2017 CETIP (depósito central y cámara de compensación) se integró a B3. Los sucesivos procesos de integración llevaron a ampliar la oferta de instrumentos, para incluir acciones, commodities y derivados, que se transan tanto en bolsa como OTC. En términos de infraestructura B3 ofrece servicios de custodia, compensación y liquidación, operando además ECCs para transacciones que se realizan en su plataforma (ver FMI 2018)

Diversos estudios han analizado los determinantes de estas fusiones. Entre los factores desencadenantes destacan, en primer lugar, los diversos cambios tecnológicos que han permitido realizar transacciones remotas, así como acceder en forma instantánea a información de todo el mundo. Los cambios legales también han sido relevantes, en particular el proceso de desmutualización de las bolsas, que ha permitido separar la propiedad de las bolsas de sus usuarios. La eliminación de controles de capital en muchos países también ha jugado un rol, permitiendo a inversionistas acceder a múltiples mercados para construir sus portafolios, y a empresas levantar capital o deuda en aquella jurisdicción que otorga las mejores condiciones en términos de costo y liquidez.

La convergencia regulatoria ha facilitado y motivado la integración en algunas jurisdicciones. En algunas jurisdicciones, en especial en la Eurozona, los cambios en la regulación del mercado de valores han facilitado la integración. Por un lado, se ha avanzado en permitir el listado de valores registrados en otras jurisdicciones, con pocos o nulos requerimientos adicionales de entrega de información o de estándares de gobernanza. Por otro, se le ha otorgado “pasaportes” a intermediarios de valores para operar en terceros países sin la necesidad de estar registrados.

No se observa internacionalmente un formato único para los procesos de integración bursátil. En el ámbito contractual/legal, se observan procesos que van desde acuerdos de colaboración (como fue el Mercado Integrado Latino Americano, MILA) y joint ventures, hasta fusiones, como es el caso de Euronext. En el ámbito tecnológico también se ve bastante heterogeneidad, con coordinación en los procesos de externalización, desarrollos internos hasta el desarrollo de plataformas únicas de transacción y compensación. Una última dimensión es el alcance de los servicios ofrecidos – con procesos que no apuntan a ampliar la oferta de servicios (como lo fue el MILA) hasta procesos de integración que buscan integrar servicios en diversos mercados --- como derivados, commodities o monedas.

Hay beneficios teóricos de la integración bursátil para los diversos stake-holders de las bolsas. La Tabla 6 describe estos beneficios en detalle. Estos se fundamentan, en primer lugar, en las potenciales ganancias de eficiencia generados por economías de escala en los procesos de transacción, registro, compensación y liquidación. Un segundo beneficio se produce por las economías de ámbito que permiten ampliar la oferta y diversificación de productos ofrecidos a inversionistas y empresas. Tercero, los mayores volúmenes transados, la mayor liquidez y base de inversionistas pueden traer consigo menores costos de fondeo para los emisores de acciones y deuda (ver, entre otros, los estudios de Cybo-Ottone et al., 2000; Dorodnykh, 2013 y 2014; McAndrews et al., 2002).

TABLA 6:
Principales Beneficios Procesos de Integración Bursátil

Canal	Beneficios para:		
	Emisores	Intermediarios	Inversionista
Economías de escala en trading	Menores costos de registro	Menores costos directos de transacción	Menores costos indirectos de transacción
Economías de alcance	Mayor oferta de instrumentos financiamiento y gestión riesgo	Más oportunidades de negocios	Mayor oferta de instrumentos de inversión y gestión riesgo
Mayor volumen y menor fragmentación de mercados	Menor costo fondeo	Más volumen	Mayor liquidez y mejores señales de precios
Economías de escala en compensación y liquidación	Menores costos de registro	Menores costos directos y gestión más eficiente de liquidez por neteo	Menores costos indirectos por transacción

Un proceso de integración exitosa enfrenta desafíos en diversos ámbitos. En lo que sigue se discuten los incentivos y eficiencias asociados a economías de escala y de concentración de liquidez, el rol del cross-listing, la convergencia regulatoria, el tratamiento tributario, y otros aspectos relevantes, incluyendo la evidencia existente sobre los efectos de la integración.

El aprovechamiento de economías de escala y la concentración de la liquidez en la integración es tanto un incentivo como una consecuencia potencialmente positiva por el lado de la eficiencia, en la medida en que se salvaguarde un entorno competitivo.

Un factor relevante para explicar los incentivos para la integración son las economías de escala. Dichas economías de escala se observan en la provisión de muchos de los servicios que ofrece una bolsa de valores: las plataformas de negociación, la generación y la difusión de información. También es relevante la escala de una bolsa para atraer registros y transacciones, reduciendo la fragmentación y generando mercados más líquidos y eficientes.

Las economías de escala en la compensación y liquidación de operaciones, que se producen por la integración de las cámaras de compensación, también han demostrado su relevancia. Una cámara única para más de un mercado permite aprovechar economías de escala en la operación de la cámara – concentrando la infraestructura y centralizando contratos con proveedores en una entidad. Una cámara integrada permite hacer una compensación más eficiente de los valores al permitir generar posiciones netas sobre un mayor número de actores y de mercados. El resultado de esta mayor compresión de posiciones brutas es una reducción en los montos de garantías para garantizar las operaciones en las cámaras y en los montos de efectivo necesarios para liquidar. Este punto es analizado en un modelo teórico por Tapking et al (2006), donde argumenta que entre los principales beneficios de la integración bursátil en Europa estuvo la integración de las cámaras de compensación — lo que los autores llaman integración horizontal. Este estudio se motiva por el hecho de que los costos de compensación y liquidación eran casi dos veces más altos en la zona euro que en Estados Unidos, a pesar de que el tamaño de sus economías era de una magnitud similar (Lannoo y Levin, 2001).

Estos beneficios se pueden transmitir eficientemente a los emisores, inversionistas, e intermediarios, en la medida en que predomine un entorno competitivo. (Kokkoris, I. y Olivares-Caminal, R. (2008)) Diversos estudios han contrastado los beneficios teóricos de la integración en los mercados bursátiles con los riesgos que puede generar la consolidación de infraestructura para la competencia. La mayoría de dichos estudios han encontrado que los efectos de eficiencia y tamaño de mercado predominan por sobre los riesgos de competencia.

Ver, por ejemplo, Otchere et al. (2020) para el caso de integraciones recientes, y Hautcoeur et al. (2018) para el caso de bolsas paralelas en París a comienzos del siglo XX⁷. Stoll (2008) sugiere que los avances tecnológicos son un potente aliciente a la competencia. Con todo, los cambios tecnológicos ya mencionados, y la posibilidad de cross-listing por parte de los emisores de mayor tamaño son factores que deberían potenciar la competencia global en los servicios de las bolsas⁸.

7.- Una excepción es Brown (2009) que analiza el caso de NYSE, y su operación simultánea con el Consolidate Stock Exchange de NY (CSNY), argumentando que la amenaza de competencia desde el CSNY redujo los bid/ask spread en NYSE

8.- Ver también Bagheri y Nakajima (2004); Hautcoeur et al. (2018); Otchere y Abukari (2020).

El cross-listing apoya el proceso de integración financiera pero también puede tener impactos negativos en segmentos o empresas que no pueden acceder a mercados globales.

Los cambios tecnológicos y legales de las últimas décadas también explican el fenómeno de cross-listings. En un *cross-listing*, las acciones de una empresa del país A se listan en una bolsa del país B. Normalmente la bolsa del país B corresponde a una bolsa de mayor tamaño y liquidez. Este fenómeno fue particularmente relevante en los noventa en Latinoamérica, periodo en el cual diversas empresas de la región transaron sus acciones mediante ADRs (American Depositary Receipts) en las bolsas de Estados Unidos. Uno de los factores determinantes del *cross-listing* es el acceso a un pool de inversionistas mayor que aumenta la demanda por el papel y reduce el costo de capital (ver Sarskissan y Schill, 2016). La búsqueda de estándares regulatorios más altos que permitan dar señales de transparencia y buena gobernanza también puede llevar a cotizaciones cruzadas: las empresas buscan el “sello” de transparencia y buena gobernanza que les puede dar una bolsa de un país con altos requisitos. De igual manera, bolsas grandes tienden a tener un mayor número de analistas, lo que también contribuye a reducir las asimetrías de información para potenciales inversionistas (Coffee, 2002). Un cuarto factor es la naturaleza misma del negocio de la firma emisora que busca listar sus acciones en bolsas de nicho (por ejemplo, en NASDAQ si es tecnológica) o en bolsas en mercados relevantes para el negocio de la firma (ver Pagano et. al. 2002).

La regulación y los controles de capital también han jugado un rol en los cross listings. Entre los factores que se mencionan como determinantes del cross listing son la reducción de controles de capital, esfuerzos por generar mayor coherencia en la regulación de emisores, procesos de privatización de empresas de gran tamaño y una reducción en el home bias de inversionistas institucionales (Arner, 2001). A nivel de firma, la evidencia indica que las firmas que se listan en una segunda bolsa tienen a ser de mayor tamaño.

El cross listing tiende a beneficiar a la firma que lista, pero puede impactar negativamente a su mercado de origen. Mirando en particular el impacto de los ADRs, hay evidencia de que las firmas que se listan en EE. UU. ven subir el precio de sus acciones (vis à vis el valor contable) y por tanto reducen su costo de capital, en especial aquellas firmas de economías emergentes (Miller, 1999). Lo complejo del cross listing, sin embargo, es el impacto en el mercado de origen, donde hay evidencia de que dicha cotización cruzada impacta en forma negativa la liquidez y por tanto los costos de capital de las firmas remanentes, las que habitualmente son de menor tamaño (De la Torre et al., 2002; Levine y Schmukler, 2006).

El reconocimiento mutuo y posterior armonización regulatoria han sido factores determinantes en los procesos de integración financiera en el mundo.

En las últimas décadas se han visto algunos avances en establecer un marco común mínimo para la regulación para el mercado de valores. IOSCO, la asociación internacional de supervisores de valores ha liderado ese proceso, el que queda recogido en los *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Este es un documento exhaustivo que establece tres objetivos y 38 principios para la regulación de valores⁹. Por su parte, la OCDE se ha constituido como el referente global de estándares de gobierno corporativo, mediante la publicación de los *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. No obstante estos avances, los objetivos y principios de IOSCO y de la OCDE establecen lineamientos generales, por lo que persiste un alto grado de heterogeneidad en su aplicación a nivel de cada jurisdicción.

En algunos servicios financieros o dentro de algunas regiones se ha avanzado más en una regulación común. Los principios para la regulación y supervisión de Infraestructura Financiera Sistémica (PFMI en inglés) generados mediante un trabajo en conjunto del Comité de Pagos del BIS y IOSCO, establecen un marco de regulación para infraestructura financiera sistémica mucho más detallada que la contenida en los principios de la IOSCO. Por otra parte, se han visto avances específicos muy relevantes en la zona euro con las distintas directivas del mercado de valores, y algunos acuerdos entre Estados Unidos y Canadá como el *Multi Jurisdictional Disclosure System*. Sin embargo, estos ejemplos son más bien la excepción que la norma¹⁰.

Entidades privadas también han avanzado en acordar estándares globales en algunos ámbitos relevantes. La Fundación IFRS alberga el *International Accounting Standards Board* (IASB), el que es responsable de fijar estándares contables. Estos han sido adoptados por más de 140 países, incluyendo los tres países que integran nuam. A su vez, la IFRS foundation creó el *International Sustainability Standards Board* (ISSB) que opera en paralelo con el IASB y tiene por objetivo ir construyendo un estándar global de revelación de información en ámbitos sociales, ambientales y de gobernanza (ASG).

A pesar de estos avances, persisten importantes diferencias en la regulación del mercado de valores de los distintos países. Estas diferencias se traducen en una heterogeneidad significativa en los requisitos de registro, de entrega de información continua, y normas de gobernanza de las empresas emisoras de valores. Algo similar ocurre con los intermediarios de valores que enfrentan requisitos y normas de conducta de mercado distintas en distintas jurisdicciones (ver CMF, 2024; IOSCO, 2014).

9.- IOSCO ha publicado reportes técnicos sobre gestión de riesgos y suficiencia de capital de intermediarios de valores. Adicionalmente, en 1998 estableció el *International Disclosure Standards for Cross Border Offerings and Initial Listings (IDS)*

10.- Para discusiones de convergencia regulatoria global ver Arner, 2001 y Schammo 2008.

El reconocimiento mutuo de regulación y supervisión es una manera de facilitar la integración financiera en este contexto global de heterogeneidad regulatoria. Este enfoque se basa en que, a pesar de diferencias específicas en el marco normativo entre países, en lo sustancial estas abordan en forma eficaz los mismos riesgos y fallas de mercado que la regulación local. Dado lo anterior, los actores privados pueden ofrecer sus instrumentos o servicios con la exención total o parcial de los requisitos del país anfitrión (Verdier, 2011). Un ejemplo es la oferta pública de valores extranjeros en Chile. Bajo la normativa de la CMF es posible realizar una oferta pública de valores extranjeros en Chile toda vez que se hayan inscrito en el registro respectivo, o que este registro haya sido exceptuado “al amparo de convenios de colaboración suscritos con reguladores de mercados extranjeros con el objeto de contar con información veraz, suficiente y oportuna sobre los valores extranjeros y sus emisores”, generando así un reconocimiento de la normativa de información del regulador de ese tercer país¹¹.

En algunas zonas comerciales existen mecanismos de reconocimiento mutuo sobre instrumentos, fondos colectivos, intermediarios e infraestructura. Bajo el marco de UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) la Eurozona establece un esquema de “pasaportes”, donde los fondos que cumplen con estos requisitos pueden ser ofrecidos a público en cualquier país miembro¹². De igual manera, algunos países de Asia Pacífico han firmado un memorando de entendimiento para avanzar en un pasaporte de fondos en la región¹³. Por otra parte, en el marco de MiFID II los intermediarios de valores autorizados en un país de la Eurozona tienen un “pasaporte” para operar en terceros países con mínimos requisitos adicionales.¹⁴

El reconocimiento mutuo requiere condiciones mínimas para ser exitoso. Debe haber un mínimo de convergencia regulatoria, confianza en la fiscalización por parte del país que se reconoce, y mecanismos de intercambio expeditos y robustos de información entre supervisores. Ausente esta convergencia y coordinación, se corre el riesgo de una “carrera hacia abajo”, donde las entidades busquen la jurisdicción de menor carga a la hora de emitir o registrarse. Con todo, la experiencia internacional muestra que un proceso de reconocimiento es más fácil de implementar que un proceso de armonización de la normativa entre países. Más aún, incluso con un plan de armonización, se mantiene la carga administrativa de obtener autorizaciones o estar registrado en múltiples jurisdicciones.

Si el objetivo es atraer inversionistas de fuera de la región, ir avanzando en un proceso de convergencia regulatoria es deseable. El reconocimiento mutuo de emisores y corredores facilita la integración “intra” nuam. Sin embargo, avanzar en mayores niveles de convergencia puede potenciar la demanda por parte de no residentes de la región al bajar los costos requeridos para analizar la regulación de cada país en cuanto a requisitos de registro, información continua, y protección de minoritarios, entre otros. En países relativamente pequeños como son Chile, Colombia y Perú, es importante que esta convergencia sea hacia estándares regulatorios globalmente aceptados como los de IOSCO, CPSS, OCDE, y estándares privados de uso global como IFRS y ISSB.

11.- <https://www.cmfchile.cl/educa/621/w3-article-1791.html>

12.- <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2009/65>

13.- <https://asic.gov.au/regulatory-resources/managed-funds/asia-region-funds-passport/>

14.- El reconocimiento mutuo también es utilizado por ESMA (la autoridad de valores de la zona euro) para reconocer entidades de contraparte central que cumplen con los principios de infraestructura sistémica (PFMI) a la hora de establecer el tratamiento que tienen operaciones con esas ECC por parte de entidades de la Eurozona. Ver <https://www.esma.europa.eu/central-counterparties/third-country-ccps>.

El régimen tributario aplicado a las ganancias de capital puede tener efectos en valoraciones bursátiles y la liquidez de los instrumentos.

El impacto de distintos tributos sobre el desarrollo de los mercados de capital ha sido materia de amplia discusión en la literatura económica. En general, los impuestos tienden a modificar incentivos y potencialmente generar efectos en la asignación de recursos y las decisiones de los inversionistas.

Impuestos a las ganancias de capital pueden generar un efecto lock-in (Feldstein et. Al. 1980). En este caso los inversionistas evitan vender activos con ganancias no realizadas para no pagar impuestos, lo que puede reducir la frecuencia de transacciones y por tanto el *turnover* o liquidez. Globan y Škrinjarić (2020) muestran que la imposición de un impuesto a las ganancias de capital en la bolsa de Zagreb, un mercado relativamente pequeño y poco líquido, llevó a una reducción significativa del volumen transado, sin efectos mayores en la recaudación tributaria. Además de este efecto, la existencia de un impuesto a las ganancias de capital lleva a que los inversionistas decidan estratégicamente cuándo realizar sus transacciones para optimizar su gestión tributaria y no necesariamente cuando cambios en la información o sus objetivos de inversión lo justifiquen (Jacob, 2013).

La existencia de impuestos a los dividendos y a las ganancias de capital llevan a incrementar el retorno exigido a las inversiones bursátiles, potencialmente llevando a una relación inversa entre valores accionarios y carga tributaria de este tipo. Sialm (2009) analiza el efecto de distintos cambios tributarios en Estados Unidos a lo largo de las décadas, encontrando evidencia de esta relación inversa. La evidencia a partir de fusiones transfronterizas que consideran jurisdicciones con distintos niveles de regímenes impositivos de ganancias de capital también revela un efecto significativo de esto último en las valoraciones bursátiles (Huizinga et al., 2018)

La magnitud del efecto tributario en la valoración bursátil parece depender del entorno macrofinanciero y de características individuales de las firmas. Específicamente, el impuesto a las ganancias de capital tiene la característica de reducir el riesgo a los inversionistas y trasladar parte de ese riesgo a la recaudación tributaria. Esta disminución del riesgo opera en la dirección opuesta al efecto directo antes mencionado, por lo que el efecto neto es, finalmente, un tema empírico. Este efecto debería ser más significativo en empresas más riesgosas y en entornos macroeconómicos más volátiles. Esto es coherente con los resultados de Sikes y Verraccia (2012) y Hail et al. (2017), que también encuentran que este impacto mitigador es débil cuando los países tienen un mayor grado de integración con el mundo.

Con todo, la estructura tributaria óptima en cada país debe balancear costos de eficiencia, incluyendo en la liquidez y valorización, con las necesidades de recaudación, tomando además en cuenta la competencia tributaria. Conceptualmente, esto lleva a que se deban considerar los efectos de entornos donde los precios de activos fluctúan, generando ganancias o pérdidas de capital, y las fuentes de estas fluctuaciones son diversas, por ejemplo, por cambios en la tasa de descuento o en los flujos esperados (Aguiar et al., 2024), o por la heterogeneidad de las fuentes de rentabilidad de las empresas e ingresos de las personas (Gerritsen et al., 2025). La literatura también muestra que las dimensiones de economía política son relevantes a la hora de diseñar la estructura tributaria más eficiente (Scheuer y Wolitsky, 2016), y que estas mismas restricciones políticas pueden llevar a imponer gravámenes que son excesivamente distorsionadores sobre la asignación de capital (Chari et al., 2020). La evidencia también apoya el efecto que tienen los regímenes de impuestos a las ganancias de capital sobre las asignaciones de portafolio entre países (Zodrow, 2010; Huizinga et al., 2022).

En el caso específico de los países nuam, la baja liquidez de sus mercados de valores hace aconsejable analizar algunos ámbitos tributarios que pudiesen estar impactan dicha liquidez.

En el caso particular de Chile, convendría revisar el impacto de los cambios introducidos el año 2022 cuando se eliminó la exención al impuesto a la ganancia de capitales para acciones con presencia bursátil o market maker. En particular, la figura del market maker tiene la virtud de no introducir una asimetría respecto a acciones de menor tamaño que muchas veces tienen menor presencia.



La experiencia de otras jurisdicciones es valiosa para definir acciones que potencien el impacto positivo de una integración bursátil.

Entre los desafíos relevantes para una integración bursátil exitosa están las barreras de idioma y diferencias de horario. Si bien el uso del inglés como lingua franca reduce este costo, no lo elimina. En muchas jurisdicciones el flujo de información desde los emisores al mercado es principalmente en el idioma local. En el caso de nuam, el idioma común de los tres países miembros elimina esta barrera, sin embargo, sigue siendo relevante para inversionistas internacionales. Las diferencias de horario son particularmente relevantes en procesos de integración transatlánticos o eventuales futuras integraciones con Asia. Estas diferencias obligan a ampliar las ventanas de operación de las bolsas, y de los intermediarios que operan en ella. Si bien este es un tema menos complejo al interior de nuam, una ventana de transacciones demasiado corta limita el flujo de negocios desde terceras jurisdicciones con otros husos horarios.

El principio de reconocimiento mutuo de instrumentos, intermediarios e infraestructuras es un camino pragmático para facilitar la integración financiera. Además de procesos de reconocimiento mutuo a emisores, va a ser relevante avanzar con reconocimiento de intermediarios, de infraestructuras de liquidación y compensación. Esto lleva a un importante desafío para las instituciones supervisoras de los tres países – haciendo crucial la cooperación en regulación y un intercambio eficaz de información sobre las entidades supervisadas.

La existencia de múltiples monedas y sistemas de pago de alto valor también es un desafío para un proceso de integración bursátil. En este ámbito no toda la experiencia comparada es ilustrativa. En el caso de Euronext, todas las bolsas integradas estaban en la jurisdicción del euro. En el caso de Nasdaq con las bolsas nórdicas, o LSEG con la bolsa italiana, las monedas de liquidación eran ya convertibles. En el caso de nuam, los grados de convertibilidad de las monedas locales es diverso, y avanza a distinta velocidad, mientras el grado de dolarización financiera es también variado. Un esquema de liquidación multi moneda entre las economías de nuam probablemente requiera un rol importante para los bancos más internacionalizados en cada país, e incrementar la convertibilidad de las monedas de nuam. Todo lo anterior hace relevante establecer mecanismos de diálogo y coordinación entre los bancos centrales.

La evidencia empírica sobre los efectos de la integración tiende a encontrar aumentos de la liquidez, pero no necesariamente de capitalización.

Distintos estudios de casos de los procesos de integración tienden a encontrar efectos positivos en la liquidez y eficiencia de los mercados

En Estados Unidos, los estudios se concentran en la etapa de integración de las bolsas regionales donde se observó una caída en el bid/ask spread y aumentos en flujos de órdenes (Arnold et al., 1999)¹⁵. En Euronext, hubo un aumento de liquidez para firmas grandes, pero poco efecto en las pequeñas (Nielsson, 2009). Se documentó también un aumento de liquidez asociado a la armonización de los sistemas de compensación y liquidación (Padilla y Pagano, 2005) y una mayor correlación entre países (Espinosa-Méndez, 2017). En el caso de la integración de Nordic Baltic se registró un aumento de eficiencia y de turnover (Hellstrom et al., 2018).

Otro conjunto de estudios ha buscado medir los efectos de la integración utilizando información de todos los procesos de integración. Estos estudios encuentran que ésta aumenta las inversiones mutuas entre países (Giofré, 2022) e incrementa la probabilidad de que los mercados sean eficientes (Amelie et al., 2014). Un enfoque alternativo es analizar el impacto de los anuncios de integración sobre la valorización de las bolsas. Los efectos son positivos, y mayores, en proyectos de integración horizontal internacionales y en casos con mercados más profundos y estándares más altos de información y protección a minoritarios (Hasan, 2010).

No se observa que los procesos de integración en varios casos en las últimas décadas hayan resultado necesariamente en mayor capitalización bursátil. La figura siguiente muestra la capitalización bursátil a principios de este siglo y más recientemente. No se detecta un patrón evidente, y de hecho en varios casos la capitalización asociada a la bolsa integrada ha terminado siendo menor. Esto puede deberse a varios fenómenos no excluyentes. En primer lugar, en varios de los casos (como Euronext), la fusión de las bolsas ocurre en economías ya maduras financieramente y en situación de desarrollo relativo similar, con lo que un mayor tamaño del mercado de capitales en conjunto no haya sido siempre necesario o justificado post fusión. En segundo lugar, la tendencia global de décadas recientes hacia retirar de bolsa firmas o recurrir a plataformas fuera de bolsa oscurece la relación antes y después de la integración, y quizá haya sido hasta uno de los elementos incentivadores a que las fusiones se materializaran. Estos fenómenos no necesariamente estarían presentes en el caso de nuam.

15.- Para el caso de MILA, los estudios se centran en la mayor correlación entre bolsas post-MILA (Espinosa-Méndez et al., 2017; Romero-Álvarez et al., 2013; Mellado et al., 2014).

Conclusiones

Existe una interrelación positiva entre distintos ámbitos de desarrollo del mercado financiero, el crecimiento económico y la inclusión financiera.

El mercado de capitales desempeña un rol directo relevante en el financiamiento empresarial, en especial —pero no únicamente— para compañías de mayor tamaño. También cumple un rol indirecto importante para el funcionamiento de intermediarios (bancarios y no bancarios) que otorgan crédito, y de fondos que invierten en deuda y capital -- en particular para empresas de menor tamaño. Adicionalmente, los mercados de derivados, de monedas y de deuda pública profundos complementan la generación de señales de precios y la gestión de diversos riesgos (liquidez y descalces, entre otros).

En las últimas décadas se ha avanzado en estabilidad macroeconómica, apertura de la cuenta de capitales y mejoras en el marco de regulación e infraestructura financieras. A pesar de estas reformas, persisten brechas importantes en el desarrollo de los mercados de valores de Chile, Colombia y Perú. Además, en lo más reciente, Perú y Chile han sufrido el impacto de los retiros de los fondos previsionales. Los tres países tienen mercados de valores poco líquidos, y en años recientes ha caído fuertemente la colocación de nuevos instrumentos, en especial de capital. Perú presenta un mercado de deuda privada poco desarrollado que lleva a las empresas peruanas a financiarse principalmente en el exterior. En infraestructura financiera, la principal brecha es la ausencia de cámaras de compensación de valores y monedas en Perú.

En otros mercados clave también se identifican espacios de desarrollo: en la profundidad del mercado de divisas (spot y derivados) en Colombia y Perú, en el funcionamiento del mercado de deuda pública en Chile y Perú y la profundidad del mercado de derivados de tasas en Perú. En Chile, dado su desarrollo relativo en otros mercados, destaca la *completa ausencia de derivados sobre subyacentes bursátiles.*

La falta de avance en la profundización financiera ha llevado incluso a que algunos economistas se cuestionaran la relevancia de mantener mercados bursátiles en la región (De La Torre et al., 2007). Este cuestionamiento viene de la mano de la posibilidad de usar plataformas bursátiles extranjeras mediante el cross-listing, lo que se ha facilitado en años recientes gracias a cambios tecnológicos y a la reducción de controles de capital.

Creemos que esta visión es errada. *El cross-listing impacta negativamente la liquidez y el acceso de las empresas remanentes, que no pueden acceder a mercados globales o regionales por costo o escala.* Esto es particularmente relevante para empresas de menor tamaño, que podrían beneficiarse de iniciativas como SCALEX que permitan el acceso directo a financiamiento vía mercado, u otras iniciativas como los “mini bonos” que posibilita la Ley Fintec de Chile.

También ignora que los mercados de valores facilitan otros mecanismos de financiamiento a empresas, en especial de menor tamaño ya sea a través de intermediarios o fondos.

En los países nuam, generar mejoras en las opciones de financiamiento para empresas pequeñas y medianas es crucial, en especial para generar una más eficiente asignación de recursos y posibilitar la obtención de economías de escala.

Se limita además la posibilidad de proveer servicios anexos relevantes en mercados spot y derivados de tasa y moneda acordes con las necesidades de todas las empresas. Finalmente, ante el aumento creciente en el riesgo geopolítico de fragmentación se requiere infraestructuras y mercados locales de nivel mundial como respaldo.

En la medida en que la integración de las bolsas es un paso hacia un mayor desarrollo financiero, se pueden identificar múltiples beneficios de este proceso, incluyendo menores costos, mayor liquidez y la posibilidad de ofrecer una gama más amplia de productos. ***Algunos de estos beneficios, como la mayor liquidez, se han visto en procesos de integración en Europa y Estados Unidos.*** Como se discute arriba, la falta de liquidez es una de las principales brechas en los tres mercados de capitales, por lo que la importancia de avanzar en generar un mercado más grande y potencialmente más líquido es de primer orden.

Las experiencias comparadas sugieren que los beneficios de la integración son más profundos cuando vienen de la mano de avances en procesos de reconocimiento mutuo, y hacia el futuro en creciente homogeneización regulatoria. ***Una instancia de diálogo, coordinación e intercambio de experiencias entre bancos centrales y reguladores ayuda a la integración, y además abre una oportunidad para cerrar brechas existentes respecto de mejores prácticas globales, brechas que, como se señaló más arriba, todavía se observan en los países de nuam.*** Ejemplos de estos son mejoras en el marco de gobierno corporativo y revelación ESG, transparencia en los mercados bilaterales (OTC), así como una mayor fracción de contratos compensados por entidades de contraparte, y cambios que potencien el desarrollo de mercado de REPO en Chile y Perú.





Avanzar en cada país hacia altos estándares, en línea con mejores prácticas globales, es también un factor relevante a la hora de atraer inversionistas no residentes de la región. Esta mayor participación de no residentes es un factor decisivo para dar mayor profundidad y liquidez a los mercados de capitales de la región y, en términos macroeconómicos, para aumentar el nivel y la resiliencia de los flujos de ahorro externo.

Otro factor relevante es el alcance la integración horizontal y el aprovechamiento de economías de escala en el proceso de integración, resguardando un ambiente competitivo internacionalmente. Ello será de especial importancia para los mecanismos de compensación, liquidación y custodia de instrumentos y divisas, particularmente para promover un uso más eficiente de colaterales y garantías.

Para el caso de nuam la experiencia de otros países apunta a varios desafíos importantes. Por un lado, y a diferencia de la zona euro, donde ha habido un proyecto político prioritario de creciente integración y convergencia, ha sido complejo dar continuidad a la agenda de integración en la Alianza del Pacífico. Este factor es importante dada la relevancia de la coordinación en la regulación y la supervisión. En el caso de nuam, el motivador puede ser la evidencia de que un mercado integrado logra mayor profundidad, impulsando de esta manera el crecimiento económico.

Un segundo desafío es la infraestructura financiera sobre la cual se va a construir el mercado integrado. En Perú, los desafíos surgen por completar la infraestructura necesaria, dada la ausencia de cámaras de compensación en diversos ámbitos. ***En el caso chileno, los desafíos surgen por el entorno fragmentado entre diversas entidades***, que pueden estar limitando el potencial de economías de escala, y la rigidez que generan sus estructuras de propiedad.

Una dimensión que une a los tres países de nuam es la urgencia de retomar sendas de crecimiento más acelerado. La profundización financiera es una pieza clave para lograr este objetivo. Un proceso de integración bien llevado puede ayudar a dicha profundización, en especial si viene de la mano de una agenda de cambios regulatorios que ayuden a cerrar las brechas existentes en la actualidad.

Referencias¹⁶

- Aguiar, M. A., Moll, B. y Scheuer, F. (2024). Putting the "Finance" into "Public Finance": A Theory of Capital Gains Taxation (No. w32951). National Bureau of Economic Research.
- Amihud, Y. y Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- Amihud, Y., Mendelson, H. y Pedersen, L. H. (2005). Liquidity and asset prices. *Foundations and Trends in Finance*, 1(4), 269–364. <https://doi.org/10.1561/0500000003>
- Angelini, P., Bruno, B. y Marcucci, J. (2019). The impact of mini-bonds on Italian SMEs: Evidence from firm-level data. *Journal of Banking & Finance*, 106, 105–120. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.01.012>
- Aramonte, S., y Avalos, F. (2021, December). The rise of private markets. *BIS Quarterly Review*, 69–87. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112.htm
- Arner, D. W. (2001). Globalisation of financial markets: An international passport for securities offerings? *The International Lawyer*, 35(4), 1543–1588. <https://www.jstor.org/stable/40707632>
- Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J. H., y Netter, J. (1999). Merging markets. *The Journal of Finance*, 54(3), 1083–1107. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00137>
- Bagheri, M., y Nakajima, C. (2004). Competition and integration among stock exchanges: The dilemma of conflicting regulatory objectives and strategies. *Oxford Journal of Legal Studies*, 24(1), 69–97. <https://www.jstor.org/stable/3600520>
- Barajas, A., Restrepo, S., Steiner, R., Medellín, J. y Pabón, Á. (2016). Balance Sheet Effects in Colombian Non-Financial Firms. *Fedesarrollo Working Paper Series No. 74*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.310451>
- Beccari, G., Marchionne, F. y Pisicoli, B. (2022). Alternative financing and investment in intangibles: Evidence from Italian firms. *SSRN*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4120643>
- Beck, T., y Levine, R. (2005). Legal institutions and financial development. In C. Menard y M. Shirley (Eds.), *Handbook of New Institutional Economics* (pp. 257–286). Springer. <https://doi.org/10.3386/w10126>
- Ben Slimane, F. (2013). The structural evolution of stock exchanges. *Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión*, 93, 47–71. <https://doi.org/10.3917/resg.093.0047>
- Bongini, P., Ferrando, A., Rossi, E. y Rossolini, M. (2021). SME access to market-based finance across Eurozone countries. *Small Business Economics*, 56(4), 1667–1697. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00285->
- Brown, W. O., Jr., Mulherin, J. H., y Weidenmier, M. D. (2009). Competing with the New York Stock Exchange. *The Quarterly Journal of Economics*, 123(4), 1679–1719. <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.4.1679>
- Bruno, V. y Shin, H.S., 2020. Currency depreciation and emerging markets corporate distress. *Manag. Sci.* 66 (5), 1935–1961.
- Burger, J. D. y Warnock, F. E. (2006). Local Currency Bond Markets. *IMF Staff Papers*, 53(Special Issue), 133–146. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2006.7>
- Caballero, J., Maurin, A., Wooldridge, P., y Xia, D. (2022, December). The internationalisation of EME currency trading. *BIS Quarterly Review*, 49–67. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212.htm
- Calomiris, C., Larrain, M., Schmukler, S. y Williams, T. (2022). Large international corporate bonds: Investor behavior and firm responses. *Journal of International Economics*, Volume 137, 2022, <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103624>.
- Carvajal, A. F. y Didier, T. (2024). Boosting SME finance for growth: The case for more effective support policies. *World Bank*. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1938-4>
- Chari, V. V., Nicolini, J. P. y Teles, P. (2020). Optimal capital taxation revisited. *Journal of Monetary Economics*, 116, 147–165.
- Chinn, Menzie D. y Hiro Ito (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Volume 81, Issue 1, Pages 163–192 (October).
- Cifuentes, R., Desormeaux, J. y González, C. (2002). Capital markets in Chile: From financial repression to financial deepening. En *The development of bond markets in emerging economies* (pp. 86–102). Basel: Bank for International Settlements.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. <https://doi.org/10.1016/S0304->
- Coffee, J. C., Jr. (2002). Racing towards the top?: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *Columbia Law Review*, 102(7), 1757–1831. <https://www.jstor.org/stable/1123661>
- Comisión Para el Mercado Financiero (CMF) (2021) Norma 461 sobre revelación de información ESG <https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/615/w3-article-49804.html>
- Costa, J. R., y Mata, M. E. (2016). Serving SMEs via the stock exchange: Historical lessons from the Lisbon Stock Exchange. *Journal of Economic Issues*, 50(3), 851–871. <https://doi.org/10.1080/00213624.2016.1213593>
- Cowan, K. N. y Hansen, E. G. (2008). Inversión, desfase de madurez y choques de liquidez en Chile. *El Trimestre Económico*, 75(298), 433–470. <https://doi.org/10.20430/ete.v75i298.408>
- Cowan, Kevin, Erwin Hansen, y Luis Oscar Herrera (2005). Currency Mismatches, Balance-Sheet Effects and Hedging in Chilean Non-Financial Corporations. Documento de trabajo No. 521. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0010955>
- Croce, A., Quas, A. y Tenca, F. (2025). SMEs' bond issuance and access to bank credit: Evidence from Italy. *Journal of Management and Governance*, 29(1), 45–68. <https://doi.org/10.1007/s11846-024-00760-2>
- Cybo-Ottone, A., Di Noia, C., y Murgia, M. (2000). Recent developments in the structure of securities markets. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2000, 223–273. <https://doi.org/10.1353/pfs.2000.0007>
- Davis, L. E., Neal, L., y White, E. (2007). The highest price ever: The great NYSE seat sale of 1928–1929 and capacity constraints. *The Journal of Economic History*, 67(3), 705–739. <https://doi.org/10.1017/S0022050707000298>
- De la Torre, A., Feyen, E. y Ize, A. (2011). Benchmarking LAC's Financial Development. Washington, DC: World Bank.
- De la Torre, A., Feyen, E. y Ize, A. (2011b). Financial Development: Structure and Dynamics. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5854*.
- De la Torre, A., Gozzi, J. C., y Schmukler, S. L. (2007). Financial development in Latin America: Big emerging issues, limited policy answers. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3963. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3963>

16.- Listado exhaustivo de referencias consultadas. No todas están citadas en el cuerpo del informe.

- De la Torre, A., Gozzi, J. C., y Schmukler, S. L. (2007). Stock market development under globalization: Whither the gains from reforms? World Bank Policy Research Working Paper, No. 4184. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4184>
- De la Torre, A., Levy Yeyati, E. y Schmukler, S. L. (2002). Financial globalization: Unequal blessings (Policy Research Working Paper No. 2903). The World Bank.
- Di Noia, C. (1999). The stock-exchange industry: Network effects, implicit mergers, and corporate governance. *Quaderni di Finanza*, 33, Consob Studies and Research Division. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quaderni-di-finanza> (original public repository; no DOI)
- Didier, T., y Cusulito, A. P. (2024). Unleashing productivity through firm financing. World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1939-1>
- Didier, T. y Schmukler, S. L. (Eds.). (2014). Emerging issues in financial development: Lessons from Latin America. World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9828-9>
- Dorodnykh, E. (2013). What drives stock exchange integration? *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 6(2), 47–79.
- Dorodnykh, E. (2014). Stock market integration: An international perspective. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/9781137381705>
- Eichengreen, B., Borensztein, E. y Panizza, U. (2006). A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America. Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- Espinosa-Méndez, C., Gorigoitía, J., y Vieito, J. P. (2017). Is the virtual integration of financial markets beneficial in emerging markets? Evidence from MILA. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(10), 2279–2302. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1307101>
- Feldstein, M., Slemrod, J. y Yitzhaki, S. (1980). The effects of taxation on the selling of corporate stock and the realization of capital gains. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(4), 777–791.
- Fernández, V. (2006). Emerging derivatives markets: The case of Chile. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(2), 63–92. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X420203->
- FSB (2024) Making Derivatives Markets Safer – Implementation <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/implementation-monitoring/monitoring-of-priority-areas/making-derivatives-markets-safer/>
- García, Pablo (2021). The Central Bank of Chile's policy response to the Covid-19 crisis. Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era, en *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era* (K. Forbes, W. English y A. Ubide editors), Center for Economic Policy Research
- G20. (2009). Declaración de los Líderes del G20 – Cumbre de Pittsburgh, 24–25 de septiembre de 2009. https://g20.org/wp-content/uploads/2024/10/G20_EUA_2009_communique-1.pdf
- Gerritsen, A., Jacobs, B., Spiritus, K. y Rusu, A. V. (2025). Optimal taxation of capital income with heterogeneous rates of return. *The Economic Journal*, 135(665), 180–211.
- Globan, T. y Škrinjarić, T. (2020). Penny wise and pound foolish: capital gains tax and trading volume on the Zagreb Stock Exchange. *Public sector economics*, 44(3), 299–329.
- Hail, L., Sikes, S. y Wang, C. (2017). Cross-country evidence on the relation between capital gains taxes, risk, and expected returns. *Journal of Public Economics*, 151, 56–73.
- Harwood, A. y Konidaris, T. (2015). SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices (Documento de trabajo sobre políticas de investigación n.º 7160). Banco Mundial.
- Hasan, I., Schmiedel, H., y Song, L. (2010). Growth strategies and value creation: What works best for stock exchanges? Bank of Finland Research Discussion Papers, 2/2010. <https://hdl.handle.net/10419/212159>
- Hautcoeur, P.-C., Rezaee, A., y Riva, A. (2018). Competition among securities markets. INCAS Discussion Paper Series 2018/08. <https://hal.science/halshs-01863942>
- Huizinga, H., Todtenhaupt, M., Voget, J., y Wagner, W. (2022). Taxation and the external wealth of nations: Evidence from bilateral portfolio holdings. *Journal of International Money and Finance*, 122, 102548.
- Huizinga, H., Voget, J., y Wagner, W. (2018). Capital gains taxation and the cost of capital: Evidence from unanticipated cross-border transfers of tax base. *Journal of Financial Economics*, 129(2), 306–328.t
- Ilyina, A. (2004). The Role of Financial Derivatives in Emerging Markets. En *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America* (pp. 85–102). Fondo Monetario Internacional. <https://www.elibrary.imf.org/abstract/book/9781589062917/cho4.xml>
- International Finance Corporation and SME Finance Forum (2024) MSME Finance Gap <https://www.smeфинanceforum.org/data-sites/msme-finance-gap>
- International Monetary Fund. (2011, August). Chile: Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 11/261. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Chile-Financial-System-Stability-Assessment-25247>
- International Monetary Fund. (2018, July). Brazil: Financial sector assessment program. Technical note on supervision and oversight of financial market infrastructures. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/30/Brazil-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-on-Supervision-and-Oversight-of-46414>
- International Monetary Fund (2025). CHILE. Strengthening Systemic Liquidity Management. Technical Assistance Report.
- International Organization of Securities Commissions. (1998, September). International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers. IOSCO.
- ISSB (2025) Disclosure Standards Around the World. <https://www.ifrs.org/ifrs-sustainability-disclosure-standards-around-the-world/>
- Jacob, M. (2013). Capital Gains Taxes and the Realization of Capital Gains and Losses—Evidence from German Income Tax Data. *FinanzArchiv/Public Finance Analysis*, 30–56.
- Kokkoris, I. y Olivares-Caminal, R. (2008). Lessons from the recent stock exchange merger activity. *Journal of Competition Law and Economics*, 4(3), 837–870. <https://doi.org/10.1093/joclec/nhn002>.
- Krishnamurthy, A. (2002). The bond-old-bond spread. *Journal of Financial Economics*, 66(2–3), 463–506. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00207-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00207-6)
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*, 61(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Laeven, L. (2014). The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges (Documento de trabajo del FMI No. 14/234). Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14234.pdf>
- Laeven, L. y Valencia, F. (2018). Systemic Banking Crises Revisited. IMF Working Paper No. 18/206. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781484377085.001>
- Lannoo, K. y Levin, M. (2001). The Securities Settlement Industry in the EU: Structure, Costs and the Way Forward. CEPS Reports in Finance and Banking No. 26. Brussels: Centre for European Policy Studies.

- Levine, R. y Schmukler, S. L. (2006). Migration, spillovers, and trade diversion: The impact of internationalization on stock market liquidity. *Review of Finance*, 10(1), 153–187. <https://doi.org/10.1007/s10679-006-6898-1>
- Levine, R. y Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537–558. <https://www.jstor.org/stable/116848>
- McAndrews, J., y Stefanadis, C. (2002). The consolidation of European stock exchanges. *Current Issues in Economics and Finance*, 8(6), 1–6. Federal Reserve Bank of New York. https://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci8-6.html
- McKinsey & Company. (2024). A microscope on small businesses: Spotting opportunities to boost productivity. <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/a-microscope-on-small-businesses-spotting-opportunities-to-boost-productivity>
- Meh, C. A. y Schmukler, S. L. (Eds.). (2025). Financing firm growth: The role of capital markets in low- and middle-income countries. International Finance Corporation Research Series. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-2191-2>
- Mellado, C. y Escobari, D. (2014). Virtual integration of financial markets: A dynamic correlation analysis of the creation of the Latin American Integrated Market. *Applied Economics* (Forthcoming). MPRA Paper No. 60958. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/60958/>
- Miller, D. P. (1999). The market reaction to international cross-listings: Evidence from depositary receipts. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 103–123. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00045-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00045-2)
- Milesi-Ferretti, G.M. (2024). The External Wealth of Nations Database, The Brookings Institution (basado en Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018, "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," *IMF Economic Review* 66, 189–222.)
- Minier, J. A. (2009). Opening a stock exchange. *Journal of Development Economics*, 90(1), 135–143. <https://doi.org/10.1016/j.jdevco.2008.10.002>
- Mohanty, M. S. (2002). Improving Liquidity in Government Bond Markets: What Can Be Done? BIS Papers No. 11. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.pdf>
- Nassr, I. K. y Wehinger, G. (2016). Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2015(1), 49–84. <https://doi.org/10.1787/fmt-2015-5jrs051fvnj>
- Nielsson, U. (2009). Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext. *Journal of Financial Markets*, 12(2), 229–267. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2008.07.002>
- Ochere, I., y Abukari, K. (2020). Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains? *Journal of International Financial Markets, Institutions y Money*, 64, 101164. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101164>
- OECD (2011), Corporate Governance in Chile, Corporate Governance, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264095953-en>
- OECD (2017), Corporate Governance in Colombia, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264281134-en>
- OECD. (2023). OECD Corporate Governance Factbook 2023. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>
- OECD (2025), The Swedish Equity Market, Institutional Framework and Trends.
- Ongena, S., Popov, A. y Udell, G. F. (2018). Asymmetric Information and Corporate Lending: Evidence from SME Bond Markets. *Review of Finance*, 22(2), 1–35. <https://doi.org/10.1093/rof/rfx001>
- Ormazábal, F. y Silva, N. (2023). Capacidades financieras en América Latina: Chile 2023. CAF- banco de desarrollo de América Latina y el Caribe. Retrieved from <https://scioteca.caf.com/handle/123456789/2200>
- Pagano, M., Roell, A. A., y Zechner, J. (2002). The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *The Journal of Finance*, 57(6), 2651–2694. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00509>
- Romero-Álvarez, Y. P., Ramírez-Atehortúa, F. H., y Guzmán-Aguilar, D. S. (2013). Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Análisis de correlación y diversificación de los portafolios de acciones de los tres países miembros en el período 2007–2012. *Cuadernos de Contabilidad*, 14(34), 53–74. <https://doi.org/10.1114/Javeriana.cc14-34.mila>
- Schammo, P. (2008). Regulating transatlantic stock exchanges. *The International and Comparative Law Quarterly*, 57(4), 827–862. <https://doi.org/10.1017/S0020589308000651>
- Scheuer, F. y Wolitzky, A. (2016). Capital taxation under political constraints. *American Economic Review*, 106(8), 2304–2328.
- Sialm, C. (2009). Tax changes and asset pricing. *American Economic Review*, 99(4), 1356–1383.
- Sikes, S. A. y Verrecchia, R. E. (2012). Capital gains taxes and expected rates of return. *The Accounting Review*, 87(3), 1067–1086.
- Sommer, C. (2024). The role of capital markets for small and medium-sized enterprise (SME) finance. *Journal of Development Studies*, 60(7), 1021–1040. <https://doi.org/10.1080/00220388.2024.2377299>
- Song, F. y Thakor, A. V. (2010). Financial system architecture and the co-evolution of banks and capital markets. *The Economic Journal*, 120(547), 1021–1055. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2010.02385.x>
- Standard & Poor's (2024) ESG Disclosure Tracker <https://www.spglobal.com/esg/insights/esg-regulatory-tracker-december-2024>
- Stoll, H. R. (2008). Future of securities markets: Competition or consolidation? *Financial Analysts Journal*, 64(6), 15–26. <https://www.jstor.org/stable/40390230>
- Stulz, R. M. (1996). Rethinking risk management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 8–24. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00295.x>
- Tapking, J. y Yang, J. (2006). Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(7), 1765–1795. <https://doi.org/10.1353/mcb.2007.0008>
- Upper, C. y Valli, M. (2016, December). Emerging derivatives markets? BIS Quarterly Review, 67–83. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612.htm
- World Bank (2024) PERU: Documento de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer el rol el mercado de valores peruano de cara al financiamiento del sector corporativo.
- World Federation of Exchanges. (2022). Exchange innovation to attract SMEs to list shows differing levels of success globally. World Federation of Exchanges. <https://www.world-exchanges.org/news/articles/exchange-innovation-attract-smes-list-shows-differing-levels-success-globally>
- Zodrow, G. R. (2010). Capital mobility and capital tax competition. *National Tax Journal*, 63(4), 865–901.



MERCADOS DE CAPITALES Y CRECIMIENTO

Rol de la Integración de Bolsas - nuam

AUTORES

Kevin Cowan Logan
Pablo García Silva

Junio 2025