

CAPÍTULO 4

MOVILIDAD DE ACTIVOS FINANCIEROS DE RENTA VARIABLE EN EL MILA: ANÁLISIS DE PROFUNDIDAD DE INTEGRACIÓN DEL MERCADO

JOHANN GARCIA LÓPEZ¹,
CRISTIAN DAVID MALDONADO PEDROZA²,
RUBÉN DARÍO MARTÍNEZ AMADO³

Introducción

El dinamismo de los mercados, la globalización y la integración de los países por medio de diferentes acuerdos, pactos o uniones conllevan a crear nuevos mecanismos en aquellos países de economías emergentes o aislados, de tal manera que les permita ser más competitivos, tener mayor profundidad en el mercado y ofrecer alternativas diferentes a los inversionistas (tanto a nacionales como a foráneos), permitiendo ampliar el espectro más allá de las fronteras de cada nación.

1. Economista de la Universidad Católica de Colombia. Magíster en Finanzas del Tecnológico de Monterrey. Docente Tiempo Completo de la Institución Universitaria Politécnico Grancolombiano. Correo: jgarcia@poligran.onmicrosoft.com
2. Economista de la Universidad de Cartagena. Magíster en Finanzas de la Universidad de Los Andes. Docente Tiempo Completo de la Institución Universitaria Politécnico Grancolombiano. Correo: cdmaldonado@poligran.edu.co
3. Economista de la Universidad Santo Tomás. Magíster en Administración de la Universidad de La Salle. Docente Tiempo Completo de la Institución Universitaria Politécnico Grancolombiano. Correo: rdmartinez@poligran.edu.co



Son estas las raíces de la idea de crear un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable, entre las bolsas de valores y depósitos de tres países suramericanos: Chile, Colombia y Perú, y al que posteriormente se integraría México, buscando con ello ampliar el mercado de capitales.

Sin embargo, la observación del desempeño del Mercado Integrado Latinoamericano o MILA, como se le conoce a este acuerdo, permite aseverar que los objetivos de la integración no se han alcanzado. Los volúmenes de negociación de títulos de renta variable no han tenido un crecimiento excepcional desde la puesta en marcha del acuerdo. En este sentido, el presente capítulo busca hacer una exposición más profunda de los antecedentes de este mercado, de los objetivos que persigue, analizar la evolución de volúmenes de acciones negociados y explicar cuáles son las barreras que han dificultado el logro de una mayor profundidad de integración. Para cumplir su objetivo, este capítulo se construye con base en la recopilación y revisión de publicaciones especializadas y mediante el uso de información cuantitativa extraída de la plataforma de minería de datos Económica (especializada en mercados bursátiles de Estados Unidos y diferentes países de América Latina), entre los que figuran los países vinculados al MILA.

El paradigma de integración planteado por el MILA

El Mercado Integrado Latinoamericano, MILA, tiene su origen en 2007 cuando Perú y Colombia entran en conversaciones; luego, en 2008 inicia un proceso de preevaluación del mercado en cuanto a estudio de funcionamiento de las bolsas, marcos legales y regulatorios. Posteriormente, en 2009, se firma un acuerdo de intención y con esto, en 2010 se firma un acuerdo de implementación. El MILA inicia operaciones en 2011 con la integración de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y, posteriormente, en 2014 se da la integración de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) (Romero, 2014).

Desde sus inicios, el MILA pretendía generar una serie de beneficios para los stakeholders que hacen parte de esta integración. Dentro de los objetivos que se planteaban en la integración y en este tipo de procesos en general, Rodríguez y Urueña, basados en la Federación Iberoamericana de Bolsas (2019, p.31), planteaba lo siguiente:

- a. La estructuración de economías de escala que, a su vez, impulsaría la competitividad de los mercados de la región a nivel global.
- b. Una mayor profundización financiera, que aumenta los flujos de capital transfronterizo.
- c. La diversificación de alternativas de inversión, lo que puede representar un doble beneficio, pues: en primer lugar, se cautiva la atención de los inversionistas locales, concentrando la liquidez regional, para que esta no salga de los mercados parte y, en segundo lugar, se atrae inversionistas extranjeros, captando nuevos recursos.

- d. Al haber un mayor flujo de información y una mayor competencia, se puede dar una mejor formación de precios.

Por último, para los países miembros, el MILA busca promover la integración de sus criterios de regulación (Romero, 2014).

Sin embargo, desde sus inicios, el MILA no ha tenido los impactos esperados en términos de volumen de transacciones, rentabilidad y correlación entre títulos. De acuerdo con una evaluación temprana hecha por Lizarzaburu et al. (2015), estos indicadores no tuvieron variaciones significativas o presentaron resultados contrarios a los esperados. Por ejemplo: las cantidades negociadas y el número de negociaciones disminuyeron durante los primeros años de funcionamiento del acuerdo (antes del ingreso de México). Entre las causas señaladas por los autores se destacan la disparidad en términos tributarios y de políticas monetarias (de tasa de interés y cambiaria) para cada país.

En el caso de las correlaciones, Sandoval y Soto (2016), encuentran evidencia de cointegración significativa, lo que quiere decir que:

los fundamentos económicos y financieros de cada mercado accionario que participa en el MILA pueden tener un impacto en el largo plazo en el rendimiento de los otros mercados accionarios integrantes, generando a su vez los efectos de los derramamientos de volatilidad y contagio spillover effects. (p.16)

Recuérdese en este contexto la rápida expansión de la crisis Subprime de 2009 y las graves consecuencias de la crisis de la deuda griega sobre la economía europea, lo que a juicio de los autores contrarresta uno de los principales beneficios esperados del MILA, el de diversificación internacional.

En un sentido similar, Uribe y Mosquera (2014) encuentran, basándose en la construcción de una razón de Sharpe y la identificación de quiebres estructurales, que no hay evidencia estadística de que la entrada en vigencia del MILA haya provocado un cambio estructural en las bolsas de los países integrantes. Entendido este cambio como mayores oportunidades de diversificación financiera, y explican dichos resultados como consecuencia del bajo volumen de transacciones que se reportan en el mercado. Por esto concluyen que el MILA solo se convertirá en una real herramienta de diversificación para los inversionistas en la medida en que se puedan aumentar los niveles de negociación.

En contexto

No existe un país autosuficiente hoy en día, más aún cuando el mundo enfrenta constantemente crisis económicas y financieras, y donde la manera de dar respuesta a estos fundamentales, en procura de lograr desarrollo económico, es por medio de procesos de



cooperación internacional entendidos como “la relación que se establece entre dos o más países, organismos u organizaciones de la sociedad civil, con el objetivo de alcanzar metas de desarrollo consensuadas” (Raci, citado por Alzate, 2019, p.177). Así, la tendencia del siglo XXI a nivel global está dirigida a la integración de mercados, más exactamente integración económica y financiera. No son pocos los ejemplos de integraciones económicas y de mercados financieros que se pueden encontrar alrededor del mundo, que dan evidencia de lo expresado anteriormente y que antecedieron la integración MILA:

Como primer referente a nivel macro está la Unión Europea, fundada en 1993, y que dentro de sus objetivos tiene:

Promover el progreso económico y conseguir un desarrollo equilibrado y sostenible mediante el fortalecimiento de cohesión económica y social y el establecimiento de una unión económica monetaria que implicará una moneda única, conforme a las disposiciones del presente tratado. (Unión Europea, 1997, p.2)

En paralelo a esto, y desde el punto de vista de unificación financiera para esta región, en el 2000 se conforma Euronext donde inicialmente se integraron las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas; posteriormente, en 2002 se unen a este grupo las bolsas de Lisboa y Oporto; Luego Euronext adquiere a LIFFE (Mercado Internacional de Futuros y Opciones de Londres).

Vale la pena mencionar que Euronext:

Constituye una fusión y no una alianza (como sucede con el MILA), ya que Euronext tendrá una plataforma de negociación única, un solo libro de órdenes y unas solas reglas, y cuyo principal objetivo será reducir costes y anticiparse a la competencia (en referencia al Nasdaq-Europe del momento). (Garrido, Rodríguez, Gallego, & Carvajal, 2000, p.8)

Por su parte, otro referente de integración de mercados es el NASDAQ OMX Nordic que, de acuerdo con Romero (2014), se produjo en 2004. En este se integraron las bolsas de Estocolmo, Helsinki, Copenhague y Reikiavik, y se registró un crecimiento de volúmenes del mercado. Esta integración tuvo lugar en un contexto de expansión del mercado de valores a nivel global y generó un creciente atractivo de las empresas de los países integrantes ante los inversionistas extranjeros.

En 2007 se dio la fusión más importante entre los mercados americano y europeo con las bolsas de Nyse y Euronex, que actualmente se denomina NYSE Euronext, todas con fines de optimización de costos y de ampliar el mercado de renta variable (Vargas, 2013). Las anteriores integraciones, con resultados mixtos.

Así, la Alianza del Pacífico (AP) es un ejemplo de dicha tendencia de integración económica regional en Latinoamérica ya que, en primera instancia, “esta tiene como objetivo propuesto la integración profunda y el comercio de cadenas globales de valor” (Castillo, 2016, p.470). Y en este marco nace el MILA, buscando dar respuesta a varias necesidades como las de generar un mercado más amplio, variado y eficiente que da la oportunidad de acceso a inversionistas a los mercados de Perú, Chile y Colombia en sus inicios y posteriormente a México. De acuerdo con Ortégón (2016), quien se refiere al trabajo de Vargas y Bayardo, entre los beneficios del MILA destaca que “busca concentrar mayor oferta de empresas cotizadas; este incremento impacta en la creación de valor y genera una espiral de crecimiento” (p.12).

Sin embargo, la liberalización de los mercados de capitales, como parte de la integración económica y financiera, ha sido foco de debate. Entre los detractores de la integración de mercados, Richards (1995) afirma que: “Hay poca evidencia empírica de la proposición que los índices de rendimiento de acciones de diferentes países están cointegrados; los países difieren en sus estructuras industriales; así, los índices de rendimiento también responderán de manera diferente a choques económicos” (p.652). Esto ya que, por ejemplo, los países integrantes del MILA negocian con commodities cuya naturaleza es muy variable en el mercado.

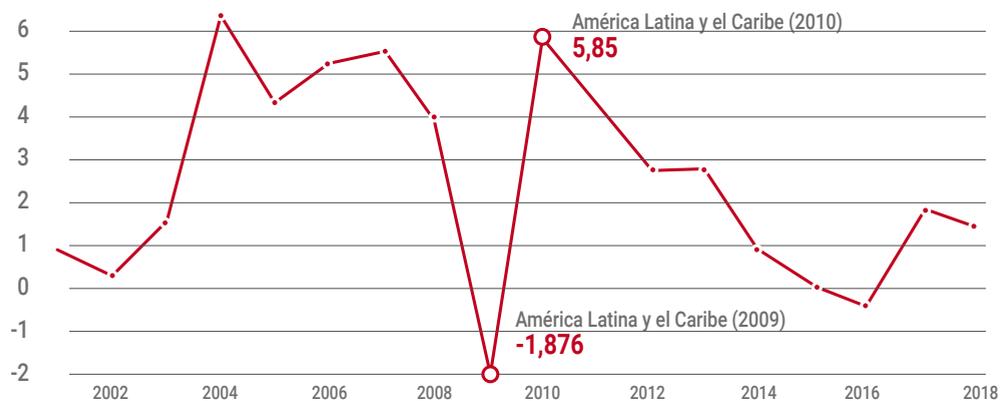
A su vez, Stiglitz (2005) indica que “se torna difícil hacer una conexión convincente entre la integración financiera y el crecimiento económico una vez que se han tomado en cuenta otros factores como los flujos comerciales y la estabilidad política” (p.3). También encuentra que aquellos países que hicieron el esfuerzo de integrarse financieramente enfrentaron una mayor inestabilidad. Este último fenómeno como resultado del efecto contagio al cual las economías más integradas son más susceptibles.

Así, la burbuja hipotecaria de Estados Unidos tuvo un efecto dominó en todo el mundo, lo que condujo a serias consecuencias como portafolios de inversión colapsados, reducción importante de flujos financieros de carácter bancario entre países, disminución del consumo e inversión por la desconfianza suscitada y todo esto redundó en que en 2009 el PIB cayera en 4.4% en la zona Euro (Flores, 2014). Esta situación contrasta con lo que ocurrió en América Latina donde, históricamente, la región había sido mucho más vulnerable ante crisis mundiales que los países industrializados; al respecto, Porzencanski, citado en Lissardy (2018), afirma que: “Esta podría ser la primera vez desde que América Latina obtuvo su independencia a principios de 1800, que una gran contracción económica y calamidad financiera en el mundo industrializado no ha causado deuda soberana o crisis bancarias en la región” (p.1).

Esta situación la confirman los indicadores económicos de la época, ya que el PIB de Latinoamérica pasó de -1.876% en el año 2009 a 5.85% en 2010 (Banco Mundial, 2018), ver Figura 1.



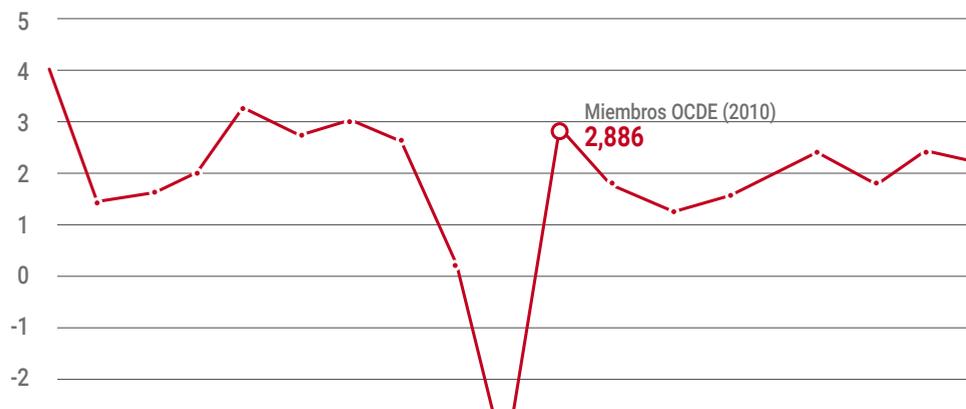
Figura 1. Crecimiento del PIB Latinoamérica (% anual)



Fuente: Banco Mundial (2018).

Entre tanto, en el mismo periodo analizado, en los países integrantes de la OCDE se dio una reducción de -3.5% y un repunte de 2.9% respectivamente para los mismos años, ver Figura 2.

Figura 2. Crecimiento del PIB Países OCDE (% anual)



Fuente: Banco Mundial (2018).

Otro suceso relevante en el que se pone en evidencia el efecto contagio fue la crisis asiática de 1997, donde, inicialmente, Tailandia percibe una devaluación de su moneda (Baht), fenómeno que se repitió, a continuación, con las monedas de Indonesia, Filipinas, Malasia, Hong Kong, Corea del Sur y Taiwán. Al respecto, García (2005) afirma que: "la libe-

realización financiera provocó la sobreapreciación de las monedas asiáticas, con la consecuente pérdida de competitividad de exportaciones; al truncarse las expectativas de crecimiento, se propició el ataque especulativo a las reservas internacionales y la devaluación de las monedas nacionales” (p. 38).

La integración del Mercado Integrado Latinoamericano, MILA

Volúmenes de operación antes y después del MILA (2008 – 2018)

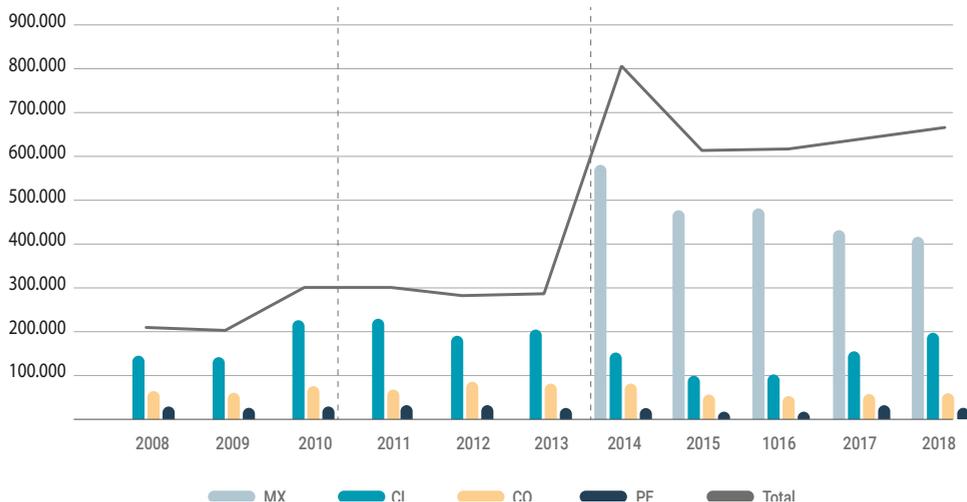
A diez años de su implementación, el comportamiento del total de las operaciones de los países que conforman dicho mercado no da muestra de un crecimiento que evidencie el cumplimiento de los objetivos de tal integración. Un análisis comparativo de los volúmenes de títulos negociados antes de la puesta en marcha del acuerdo, luego de su inicio y después del ingreso de México en 2014, parece soportar esta tesis.

A continuación, se detallan los volúmenes negociados de títulos valores desde 2008 a 2018 en los mercados que componen la integración. De acuerdo con la información consultada, en el 2008 se negociaron en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) cerca de 199,5 millones de dólares, cifra que experimenta un crecimiento cercano al 44% hasta alcanzar los 287.524 millones de dólares en 2010, como resultado de los primeros signos de recuperación de los mercados mundiales luego de la crisis subprime (Figura 3).

Sin embargo, una vez entra en vigencia el acuerdo, este comportamiento tiende a normalizarse. De 2011 a 2013 se negocian en promedio 278.200 millones de dólares cada año en el conjunto de países analizados. Incluso, el crecimiento promedio del volumen de negociación es cercano al -1%. Lo anterior, como consecuencia de resultados mixtos en cada una de las bolsas (Chile y Perú experimentan una caída en el volumen de transacciones en promedio del 2% y del 6% respectivamente, mientras que Colombia evidencia un crecimiento promedio del 7%). Y básicamente puede ser explicado porque el número de transacciones que se realizan entre naciones por medio de la plataforma es bajo, cuando se compara con el que se realiza en cada bolsa de forma individual (Venegas, 2018). En este punto es válido resaltar que el desempeño de este tipo de mercados responde a un sinnúmero de variables relacionadas con el comportamiento económico de cada uno de los países. Sin embargo, uno de los objetivos del acuerdo es generar variadas alternativas de diversificación, lo que en última instancia debería verse reflejado en el aumento del número de negociaciones.



Figura 3. Volumen de acciones negociado en millones de USD antes y después de la entrada en vigencia del MILA y la integración de México



Fuente: elaboración propia con información de Economática. Los volúmenes reflejan las transacciones sobre acciones que tienen índice de presencia 70. Se indica el total de transacciones que se realizan en los cuatro mercados, sin discriminar cuáles son hechas por los locales en los demás mercados del acuerdo, toda vez que uno de los objetivos de la integración era el aumento general de los volúmenes de negociación.

En cuanto al último periodo comprendido entre 2014 y 2018 con el ingreso de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), el volumen de operaciones en USD se incrementó sustancialmente; así, en el 2014 alcanzó un total de USD 785 millones. Sin embargo, entre 2015 y 2018 el volumen negociado en promedio fue de USD 618,4 millones, lo que corresponde a un crecimiento -4% en promedio, y si se compara el año 2014 con el 2018 la caída es del 18%.

¿Qué ha dificultado la profundidad de integración del MILA?

Los anteriores resultados se dan como consecuencia de diferentes factores en los países conformantes. Como es resaltado por Carrieri, Errunza y Hogan (2007), la integración de los mercados financieros en economías emergentes se ve afectada por barreras que se pueden encontrar en los marcos regulatorios (incluyendo la tributación), los costos operacionales, el riesgo de tipo de cambio, entre otros. Como se podrá evidenciar, hallazgos de diferentes autores confirman que estos obstáculos han dificultado el proceso de consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano, como se señala seguidamente.

Aspectos regulatorios

Los marcos regulatorios en los que se dan los procesos de integración son fundamentales en el alcance de la profundidad de estos, ya que brindan estabilidad y claridad en las reglas de operación en las diferentes zonas geográficas delimitadas por los países miembros. Dentro de este marco, en lo específico al MILA, se concentran el cuerpo normativo de cada país, en lo concerniente a lo orgánico, operacional, procedimental, financiero y de información contable, entre otros aspectos, que conciernen a distintas áreas del derecho en lo relacionado con el mercado público de valores.

Hacer un análisis profundo de cómo este factor es un determinante a la hora de establecer el grado de integración de este mercado es una tarea ambiciosa, y su complejidad generaría el material suficiente para desarrollar un texto completo respecto al tema. Sin embargo, hay aspectos que pueden ser puntualizados y relacionados con la forma como el MILA se ha desarrollado, ya sea facilitando su implementación o, por el contrario, dificultándola.

De acuerdo con Escobar (2016), las relaciones entre los países conformantes del acuerdo se cimientan en:

...la avenencia multilateral respecto de unos estándares mínimos que guían y determinan la regulación. Juega esencial papel un elemento de confiabilidad en las estructuras regulatorias (y de supervisión) mínimas exigibles para el desarrollo de actividades transfronterizas. Y, desde luego, presupone la plena libertad de cada jurisdicción para regular, por sobre esas bases comunes, a su necesidad o conveniencia. (p.15)

En este sentido, no se debe contar con un marco regulatorio igual o supranacional para garantizar un adecuado nivel de profundización del proceso de integración. Sin embargo, hay una clara relación entre la integración en términos generales y la facilidad para hacer negocios por fuera de las fronteras nacionales, incluidos los servicios que se enmarcan en el MILA. Para este caso, diversos autores han encontrado que la normatividad relacionada con la operación de los mercados de valores de los países integrantes persigue los mismos objetivos y se enmarcan básicamente en: generar un marco de seguridad, sostenibilidad, eficiencia operacional, protección al inversionista, y el acceso a la información y transparencia (Escobar, 2016) (Enoch, Bossu, Caceres, & Diva, 2016).

Sin embargo, la concordancia de estos objetivos no es condición suficiente para garantizar que la normativa en términos de forma no dificulte los procesos de integración. Por ejemplo, la protección a los participantes del mercado puede llegar a antagonizar con el afianzamiento del sistema, por lo que la tarea de los entes reguladores –como reto a largo plazo- es buscar los puntos medio ante objetivos que pueden resultar opuestos (Escobar, 2016), porque no solo la existencia de un cuerpo normativo armonizado garantiza la profundidad del sistema.



La aplicación de dicha normativa es determinante para cumplir con este fin. En este aspecto cobra importancia la legislación relacionada con la revelación de información por parte de las empresas que tienen títulos listados en estos mercados, toda vez que esta es fundamental para la toma de decisiones por parte de los inversionistas. Si bien, como se mencionó anteriormente, la diferencia en este tipo de normas es más de carácter formal que esencial, ya que persiguen un objetivo común y se derivan de reglas que son emanadas de organismos supranacionales, su grado de aplicación no es igual en todos los integrantes del MILA.

Respecto a esto, Luna-Ramírez y Agudelo (2019), mediante la aplicación del modelo de Black-Litterman, concluyen que la evidencia sugiere que ni Colombia ni Perú pueden considerarse como eficientes en la forma semifuerte⁴, dado que los precios de los activos parecen no incorporar la información pública de los analistas. Por su parte, Vargas y Bayardo (2013) indican que Colombia es el país donde la eficiencia se da en la forma débil, ya que «la información de las empresas es mínima, es histórica y de poca importancia. Primero, porque los canales de información no se actualizan oportunamente y, segundo, porque no se cuenta con un canal de información especial para este tipo de mercados» (p.15).

Vargas y Bayardo (2013) señalan como una de las dificultades a superar por el MILA la diferencia entre los costos de transacción que se aplican en los diferentes países, ya que estos no se encuentran homologados con relación a los precios cobrados por las bolsas de valores y por los depósitos de valores, ni mucho menos a nivel de las empresas comisionistas como empresas independientes que son.

Aspectos tributarios

Otro de los aspectos de la legislación que tienen un gran impacto sobre el desarrollo del mercado es el relacionado con el tributario. Al respecto, para que el mercado MILA sea atractivo para los principales actores que participan en él (inversionistas, y emisores), se requiere del concurso de varios factores que dinamicen, profundicen y alcancen mayor amplitud en todos los países miembros. Para tal efecto, el componente tributario y la normatividad existente en cada país puede ser un obstáculo para lograr los objetivos expuestos, así que se deben crear mecanismos y estímulos para alcanzar mayores niveles de transacciones de los inversionistas y evitar, en aquellos casos en donde se presente, la doble tributación.

De una manera sucinta se presentan las principales características tributarias de cada país y las diferentes tasas impositivas que aplican para las operaciones de renta

4. La hipótesis de los mercados eficientes indica que los precios de los títulos valores que se negocian en estos mercados reflejan toda la información existente sobre los mismos y se ajustan rápidamente a nueva información. Esta eficiencia se puede dar en distintos grados: forma débil, semifuerte y fuerte, correspondiéndose con la cantidad de información a la que tienen acceso los inversionistas.

variable efectuadas en el MILA para conocer la normatividad tributaria aplicable a un inversionista comprando acciones en el mercado integrado de otro país diferente al de su nacionalidad, tanto para el caso de los dividendos recibidos por acción como por las ganancias de capital (Mercado Integrado Latinoamericano MILA, 2017).

Tabla 1. Tasa Impositiva por Concepto de Dividendos

Colombia	Los dividendos susceptibles de distribuirse como no gravados, a un inversionista de portafolio del exterior, están sujetos a una tarifa de impuesto sobre renta del 5%. Los dividendos susceptibles de distribuirse como gravados, a un inversionista de portafolio del exterior, están sujetos a una tarifa de impuesto sobre renta del 25%, más la tarifa del 5%, una vez disminuido el impuesto del 25%.
Perú	Retención en la fuente de 2016: 6,8% de los dividendos percibidos, 2017 – 2018: 8,0% y 2019 en adelante: 9,3%. Aplicable para personas jurídicas y naturales (no domiciliados).
México	Retención definitiva 10% (tasa según CDI del 0% hasta 10%). Aplicable para personas jurídicas y naturales.
Chile	Tasa de retención del 35% acreditando el impuesto de primera categoría y la utilización de hasta un 65% del crédito generado del pago del impuesto (IDPC). Aplicable para personas jurídicas y naturales. (personas no residentes sin convenio tributario). Los contribuyentes del impuesto adicional que tengan residencia en algún país con los cuales Chile haya firmado un convenio de doble tributación internacional (CDTI) y esté vigente, se acuerde que respecto al impuesto adicional pueda aplicarse deducción completa del impuesto de Primera Categoría como crédito o alguna norma que otorgue el mismo efecto tributario.

Fuente: MILA, 2018

Tal como se detalla en la Tabla 1, existe una elevada disparidad en los criterios de tributación entre los países. En primera instancia, Colombia no hace alusión a ninguna tasa de retención por este concepto, mientras que los otros países sí. Sin embargo, los otros tres países no mencionan si se debe pagar una tarifa de impuesto sobre la renta, mientras que Colombia sí los cobra sobre los dividendos que se repartan con cargo a las utilidades generadas.

Es importante mencionar que México y Chile sí tienen en cuenta el hecho de que el inversionista haga parte de un país miembro de convenio tributario internacional al reducir la tasa de retención por este concepto. De acuerdo con esto, se detalla la ventaja que ofrecen en estos casos para hacer que las personas interesadas en invertir –naturales o jurídicas– no tengan una carga tributaria tan fuerte que haga inviable el negocio.



Por ejemplo, para un inversionista colombiano se podría considerar favorable comprar acciones en el mercado integrado de México y Chile, debido a que al existir un convenio de tributación internacional la tasa de retención aplicable es menor, o incluso del 0%, lo cual atrae inversión de extranjeros, puesto que asegura que no se disminuya la rentabilidad de portafolio por este concepto tributario. En la Tabla 2 se muestra un comparativo de las diferentes tasas impositivas vigentes que aplican sobre las ganancias de capital de los países que hacen parte del acuerdo.

Tabla 2. Tasa impositiva por concepto de ganancias de capital

<p>Colombia</p>	<p>Esta inversión es considerada como «inversión de portafolio del exterior»; en consecuencia, el tratamiento sería:</p> <p>0% si la venta no supera el 10% de las acciones en circulación de la emisora en el mismo periodo fiscal.</p> <p>14% de retención sobre el valor de la venta si esta supera el 10% de las acciones en circulación de la emisora.</p> <p>Si vende más del 10% de las acciones en circulación, adicionalmente el inversionista de portafolio debe presentar una declaración de renta pagando un impuesto de 10% (si la acción fue poseída por un periodo superior a 2 años) o del 17% (si los poseía por menos de dos años) sobre el valor de la utilidad (precio de venta menos costo). El valor que le hayan retenido lo podrá restar del monto a pagar de impuesto.</p>
<p>Perú</p>	<p>0% sobre la ganancia, siempre que en un periodo de 12 meses no se transfiera el 10% de las acciones emitidas y que estas tengan presencia bursátil (exoneración vigente hasta el 31 de diciembre de 2018).</p> <p>5% para enajenación de acciones que no tengan presencia bursátil. Aplicable a personas naturales y jurídicas (no domiciliados).</p>
<p>México</p>	<p>10% sobre ganancia real.</p> <p>0% exentas para personas naturales o jurídicas residentes de países con CDI.</p> <p>Gravadas al 35%: 1. Ganancia por la enajenación de acciones no adquiridas en bolsa mayores al 1% en 24 meses 2. Enajenación de más del 10% en 24 meses y enajenación del control</p> <p>Retención 25% sobre monto de la operación.</p>
<p>Chile</p>	<p>0% cuando se trate de enajenación de acciones que cumplan los requisitos del art. 107 LIR y para acciones del segmento emergente.</p> <p>35% cuando se trate de acciones sin presencia bursátil. Aplicable para personas jurídicas y naturales.</p>

Fuente: MILA (2018).

Al igual que en el caso anterior, se evidencia que existe una gran cantidad de condiciones, restricciones o normatividad tributaria aplicable en cada país, lo cual dificulta la libre movilidad de recursos entre los países integrantes del MILA. Como resultado de lo expuesto, se puede mencionar que los países donde el pago por impuesto de dividendos son más altos corresponde a Chile y Colombia, un claro desestímulo para el inversionista a largo plazo que desea obtener ganancias mediante el pago de dividendos; para el caso de la ganancia por la enajenación de las acciones, las mayores ventajas las ofrecen estos dos países, Chile y Colombia, partiendo desde el 0% de pago de impuesto; por último, el país con la mayor tasa impositiva de renta la tiene Colombia. Esto hace que no sea posible realizar una comparación directa que permita advertirle al inversionista cuál sería la mejor alternativa para evitar una carga excesiva de tributos, pues depende del caso en el que se encuentre será mejor una opción que otra. Los países miembros del MILA presentan disparidad en la regulación en la asesoría del mercado de valores, como lo menciona Rodríguez (2019):

... no en todos los países miembros se les da la misma relevancia a los factores perfil del cliente, perfil del producto y su nivel de complejidad, y suministro de información, así como tampoco se tiene el mismo rigor en la determinación de estos. (p.64)

Esto puede generar asimetría de la información, disminuyendo el nivel de confianza del inversionista, desincentivando la canalización de recursos al MILA. Específicamente, se detalla que la legislación colombiana expone una elevada cantidad de elementos a considerar, es decir, que el exceso de normatividad tributaria complica, restringe y hace que no sea el país más atractivo para que el extranjero invierta, al tener que enfrentarse a múltiples condiciones o requisitos establecidos.

En México sobresale el hecho de que el inversionista pertenezca a un país con convenio tributario internacional, puesto que la tasa aplicable sería del 0% sobre la ganancia. Aunque en Perú y en Chile no se evidencia tanto rigor en la normatividad tributaria, tampoco sobresale el hecho de que exista una ventaja para la persona natural o jurídica extranjera de pertenecer a un país adscrito a algún convenio de tributación.

De acuerdo con todo lo expuesto previamente, es posible observar que se requiere tener en cuenta múltiples elementos y la asesoría de personal experto en el tema, con el fin de poder realizar las comparaciones pertinentes entre países y establecer cuál es el mejor escenario para invertir en materia tributaria.



Por consiguiente, es importante tener presente que para el inversionista del MILA no basta con analizar el dividendo que paga la acción en cada país, ni la ganancia generada por su valorización cuando se enajene, sin considerar la carga impositiva que en algún caso podría reducir la utilidad o ganancia por este concepto. Esto, alineado con lo planteado por Ortégón y Torres (2016).

Este análisis realizado permite concluir que los convenios tributarios internacionales deberían tener una mayor fuerza para los países del MILA y que se observará de forma evidente en la racionalización de la carga tributaria para el no residente por medio de la disminución de las tarifas del impuesto y las tasas de retención. De la mano con lo expuesto por Romero (2015), esto fomentaría el incremento de la inversión de forma recíproca entre los países, apostaría por un mayor crecimiento económico, potenciaría el mercado, se expandiría la presencia de empresas multinacionales, entre muchas otras ventajas generadas por los alivios fiscales establecidos.

A manera de conclusión

El Mercado Integrado Latinoamericano, MILA, surge como un esfuerzo colectivo de las bolsas de los países firmantes para proporcionar más alternativas de inversión, generar mayor competitividad en este tipo de negociaciones, entre otros objetivos señalados, y para dar visibilidad a estos mercados. Y a la luz de la información analizada, se puede decir que los resultados son mixtos. Por una parte, la integración puso en el mapa a estos mercados a nivel global ya que se crearon nuevos índices e instrumentos de inversión asociados al MILA. Pero por el otro, como se señaló, el aumento de los mercados individuales como resultado de los negocios realizados por su plataforma han sido pocos.

Por lo tanto, es necesario que los países del MILA efectúen los correctivos en aspectos de regulación, de tributación y de costos de transacción, e incluso de desconocimiento de la plataforma por parte de las personas naturales, para que se proporcione una verdadera integración en el mercado de capitales y genere mayor volumen de negociación. Por solo citar un ejemplo, la existencia de un convenio de tributación internacional en Chile y México, automáticamente los convierte en países con mayor atractivo para los inversionistas foráneos; caso contrario se presenta en Colombia y Perú, en donde no se presenta esta ventaja, creando una barrera para los inversionistas. En síntesis, son muchos los obstáculos que debe superar este proceso de integración para lograr los objetivos que motivaron su creación. Lograr sortear estas dificultades es una tarea de largo plazo y que demanda de una gran voluntad política y privada.

Referencias

- Aladi. (2019). Aladi.org. Recuperado de: <http://www2.aladi.org/sitioAladi/acuerdosaladi.html>
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Invest, & Finnovista. (2018). Informe de Fintech en América Latina: crecimiento y consolidación. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Bernal, C. (2010). Metodología de la investigación. Bogotá, D.C.: Pearson.
- Carrieri, F., Errunza, V., & Hogan, K. (2007). Characterizing World Market Integration through Time. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 915-940.
- Celag. (2019). Recuperado de: <https://www.celag.org/el-mapa-de-la-integracion-regional-en-la-ofensiva-conservadora/>
- Colombia Fintech. (Sin fecha). Regulación Fintech en América Latina. Bogotá: Lloreda Camacho y Co.
- Corchado, M. (2008). Formas de integración económica: Globalización y Regionalización. Balderas 95, México: Limusa, S.A. de C.V.
- Economática. (2019). Volúmen de transacciones MILA en USD. Bogotá .
- Enoch, C., Bossu, W., Caceres, C., & Diva, S. (2016). Financial Integration in Latin America: Regional Funds Passport: Part 1 and Part 2. Washington : International Monetary Fund.
- Escobar, D. (Marzo de 2016). La regulación del mercado de valores en el Mercado Integrado. Documento de la serie: en ruta hacia la integración. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Fuhr, R. (2008). Comercio Intraindustrial: Cálculo de nuevos índices y su aplicación al caso Argentino. Recuperado de: <http://www.monografias.com/trabajos-pdf/comercio-intraindustrial-indices-aplicacion-argentino/comercio-intraindustrial-indices-aplicacion-argentino.pdf>
- Fundación de estudios financieros - FUNDEF A.C. (2017). La evolución del sector FINTECH, modelos de negocio, regulación y retos. México.
- Fundación de estudios financieros - Fundef. A.C., (2017b). La evolución del sector FINTECH, modelos de negocio, regulación y retos. México.
- García, C. (2005). Capital extranjero y política económica, las crisis financieras del sudeste asiático. Madrid: Fundamentos.
- Garrido, R., Rodríguez, P., Gallego, R., & Carvajal, P. (2000). La nueva economía y los mercados bursátiles en crecimiento. *Anales de economía aplicada*, 1-21.
- Gutiérrez, A. (1999). La Comunidad Andina de Naciones: el difícil camino de la integración. En J. Briceño, Escenarios de la Integración Regional en las Américas (págs. 265-312). Mérida: Universidad de Los Andes.
- Heinonline. (1992). Recuperado de: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/anesdip1ydiv=23yid=ypage=>
- Lissardy, G. (2018). Cómo América Latina salió antes que las economías desarrolladas de la brutal crisis financiera de 2008. BBC Mundo. Recuperado de: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-45528505>



- Lizarzaburu, E., Burneo, K., Galindo, H., & Berggrun, L. (2015). Emerginn Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators: Chile, Colombia and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 74-83.
- Luna-Ramírez, S., & Agudelo, D. (2019). ¿Agrega valor el modelo Bacl-Litterman en portafolios del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)? Evaluación empírica 2008-2016 . *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 55-73.
- OECD. (2019). Recuperado de: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44525/1/S1900182_es.pdf
- Porzecanski, A. (2008). Cómo América Latina salió antes que las economías desarrolladas de la brutal crisis financiera de 2008. Recuperado de: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-45528505>
- Rodríguez, L., & Urueña, S. (2019). El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Una manifestación de la prestación transfronteriza de servicios financieros. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.
- Sandoval, E., & Soto, M. (2016). Mercado Integrado Latinoamericano: un análisis de cointegración. *Revista Internacional de Administración y Finanzas*, 1-17.
- Stiglitz, J. (2005). Liberalización de los mercados de capitales, globalización y el FMI. *Desarrollo Económico*, 3.
- Unión Europea. (1997). Título I: Disposiciones comunes. Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastrich el 7 de febrero de 1992, modificado por el tratado de Amsterdam de 2 de octubre de 1997 (versión consolidada). Amsterdam, Holanda: Unión Europea. Recuperado de: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/anesdip1ydiv=23yid=y&page=>
- Uribe, J., & Mosquera, S. (2014). Efectos del MILA en la eficiencia de portafolio de los mercados de acciones colombiano, peruano y chileno. *Cuadernos de Administración*, 75-83.
- Vargas, W. (2013). El MILA. Colombia mercado de integración entre Chile, Perú y Colombia. *Revista de relaciones internacionales, estrategia y seguridad*, 120.
- Vargas, W., & Bayardo, J. (2013). El MILA. Mercado de integración entre Chile, Perú y Colombia. *Revista de relaciones internacionales, estrategia y seguridad*, 113-133.
- Venegas, A. (2018). Bolsa de Valores de Colombia registró en julio volumen más bajo de negociación del año. *La República*. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/finanzas/bolsa-de-valores-de-colombia-registro-en-julio-volumen-mas-bajo-de-negociacion-del-ano-2757880>
- Vieira, E. (2008). La formación de espacios regionales en la integración de América Latina. Bogotá, D.C.: Convenio Andrés Bello.