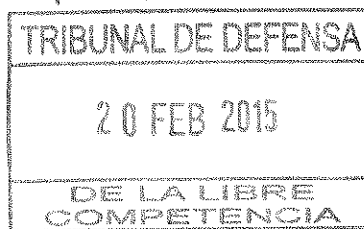


habiendo siete 12:50 s/c.

97



EN LO PRINCIPAL: Solicita inicio de Expediente de Recomendación Normativa que indica. **PRIMER OTROSÍ:** Se traigan a la vista expedientes que indica. **SEGUNDO OTROSÍ:** Se tenga presente. **TERCER OTROSÍ:** Acompaña documentos. **CUARTO OTROSÍ:** Acredita Personería. **QUINTO OTROSÍ:** Patrocinio y poder.

H. TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

MARIO YBAR ABAD, FISCAL NACIONAL ECONÓMICO (S), con domicilio en calle Agustinas N° 853, piso 2, Santiago, al H. Tribunal de Defensa de la Libre Competencia respetuosamente digo:

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 1°, 3°, 18 N° 4 y 39 letras b) y c) del Decreto Ley N° 211 de 1973 que "*Fija Normas para la Defensa de la Libre Competencia*" (en adelante, "**DL 211**"), y fundado en los antecedentes de hecho, de derecho y económicos que a continuación expondré, solicito al H. Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (en adelante e indistintamente, "**H. Tribunal**" o "**H. TDLC**") el inicio de un Expediente de Recomendación Normativa, a fin de evaluar la necesidad y oportunidad de hacer uso de su facultad contemplada en el artículo 18 N° 4 del DL 211, de proponer al Presidente de la República, a través del Ministerio de Hacienda, la adopción de las modificaciones legales y reglamentarias que se detallan en esta presentación, con el fin de introducir un mayor grado de competencia en el mercado de intermediación de valores en Chile.

La presente solicitud tiene su origen en la investigación abierta por esta Fiscalía¹, a raíz de una denuncia presentada por nueve H. Diputados de la República² indicando que la Comisión de Hacienda de la Cámara habría

¹ Investigación Rol FNE N° 2089-12, iniciada con fecha 10 de octubre de 2012 (en adelante, "**Investigación**").

² Denuncia de fecha 7 de mayo de 2012, interpuesta por los H. Diputados de la República de Chile don José Miguel Ortiz Novoa; don Carlos Montes Cisternas; don Enrique Jaramillo Becker; don Pablo Lorenzini Basso; don Pepe Auth Stewart; don José Pérez Arriagada; don Alberto Robles Pantoja; don Gabriel Silber Romo; y, don Aldo Cornejo González.

investigado el mercado bursátil por más de un año, detectando múltiples “irregularidades del sistema”, provocadas principalmente por la posición dominante que detentaría la Bolsa de Comercio de Santiago.

En el contexto de la misma, sin encontrar conductas contrarias al DL 211 en específico, este Servicio constató una serie de problemas estructurales de competencia existentes en el mercado de intermediación de valores en bolsa en Chile. Como se podrá apreciar, lo anterior no ha logrado ser subsanado por la legislación vigente, lo que en la práctica se ha traducido en la existencia de importantes barreras a la entrada y una alineación de incentivos impropia para fomentar mayores grados de competencia que en definitiva beneficien a todos los inversionistas.

En particular, la existencia de tres bolsas que, en los hechos, no están *interconectadas*, ha producido altos grados de *fragmentación* en el mercado, reduciendo la liquidez total y consolidando el poder de mercado del actor dominante. Adicionalmente, la estructura de propiedad *mutualizada* de las bolsas impone significativas barreras a la entrada para nuevos corredores, y genera riesgos anti-competitivos propios de una estructura verticalmente integrada en la que competidores aguas abajo son, conjuntamente, dueños de una plataforma aguas arriba.

Por lo tanto, solicitamos que el H. Tribunal evalúe la necesidad de proponer al Presidente de la República, por medio del Ministerio de Hacienda, las siguientes medidas a fin de subsanar dichos problemas de competencia, respectivamente:

- (i) Modificar el artículo 44 bis de la Ley N° 18.045 de mercado de valores, o la dictación y/o modificación de los preceptos legales o reglamentarios necesarios, con el objeto de *establecer un sistema de operaciones inter-bolsas con calce vinculante, automático e instantáneo*, a lo menos respecto a acciones y cuotas de fondos de inversión que se transen por medio del pregón electrónico. Conjuntamente, se solicita la dictación y/o modificación de la normativa en que se establezcan especificaciones técnicas en cuanto a medidas de seguridad; capacidad de las plataformas bursátiles; protocolos de transferencia de

información; entre otros; necesarias para una exitosa interconexión de los sistemas de negociación de las bolsas nacionales mediante sistemas de calce vinculante, automático e instantáneo; y,

(ii) Modificar el artículo 40 numeral 5) de la Ley N° 18.045 de mercado de valores, o la dictación y/o modificación de los preceptos legales o reglamentarios necesarios, *para exigir la desmutualización obligatoria de las bolsas.* Conjuntamente, se solicita proponer la dictación y/o modificación de la normativa técnica a fin de establecer las exigencias mínimas de seguridad y de garantías o de patrimonio equivalentes para los corredores que participen en este sistema, de acuerdo a su particular exposición de riesgo.

I. EL MERCADO DE VALORES

I.1 Aspectos generales del mercado de valores.

1. En el mercado de capitales confluyen las necesidades de inversión y ahorro. Así, se encuentran quienes demandan financiamiento a través del mercado de valores, recurriendo directamente al público ahorrante para la provisión de fondos, por medio de la emisión de títulos. También están aquellos dispuestos a postergar consumo presente por consumo futuro, a cambio de una participación en la propiedad del emisor y/o títulos de crédito o inversión.

2. Los oferentes de fondos en el mercado de valores se encuentran considerablemente atomizados y dispersos. En principio, ello aumenta los costos que enfrentan los emisores para encontrar inversionistas a quienes ofrecer sus valores. Si el emisor logra vender sus valores a un oferente de fondos, este enfrentará también los costos de la disgregación de los potenciales participantes del mercado en caso que quiera, a su vez, enajenar los valores a un tercero.

3. Ello explica en gran medida, que las transacciones en el mercado de valores se centralicen en mercados formales, a través de intermediarios. Por una parte, existen las *bolsas de valores*, que son plataformas -virtuales o físicas- a través de las cuales se reúne la oferta y demanda de valores, y donde se realiza el

calce entre el ahorro y la inversión a través de mecanismos de subasta pública³. Según consigna la historia fidedigna del establecimiento de la Ley N° 18.045 de mercado de valores (en adelante, “LMV”), al otorgar a las bolsas la *exclusividad* en la transacción de acciones inscritas en el Registro se buscó convertirlas en “*el centro intermediario por excelencia donde el público concurrirá a transar acciones*”⁴.

4. Por otra parte, los *corredores de valores* son intermediarios cuyo giro consiste en ofertar y demandar valores por orden de emisores, inversionistas e incluso a nombre propio⁵.

5. La existencia de ambos unifica el mercado⁶, reduciendo los costos de búsqueda para los emisores y ahorrantes. A su vez, permite estandarizar los mecanismos y procedimientos de transacción y reducir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones de entrega y pago involucrados en la compraventa de valores. En términos prácticos, ello quiere decir que las órdenes que un corredor lleve al mercado deben *calzarse* en la bolsa con la orden contraria que ofrezca el mejor precio disponible en ese momento en el mercado, que es aquello que se conoce como *punta*⁷.

I.2 El mercado de Valores en Chile: Actores y Participaciones de Mercado.

6. En la actualidad, existen *tres bolsas* operando en el mercado chileno: la Bolsa de Comercio de Santiago (en adelante, “BCS”), la Bolsa Electrónica de

³ Regulados en los artículos 38 y siguientes de la LMV.

⁴ Historia de la LMV. Página 43.

⁵ Regulados en los artículos 24 y siguientes de la LMV.

⁶ Al confinar dichas transacciones a las bolsas de valores, el legislador declara perseguir “*el objetivo de unificación del mercado*”. Historia de la LMV. Páginas 6, 43 y 58.

⁷ Ello es precisamente lo que provee la *rueda* de una bolsa: asegurar que las órdenes de compra o de venta sean cerradas calzando los mejores precios de venta o de compra disponibles en el mercado. Según confirma el artículo 44 letra a) n° 1 de la LMV, la obligación de los corredores a llevar las órdenes de sus clientes directamente a la rueda garantiza “*la reunión en éstas, en un mercado activo y de continua subasta, de todos los intereses de compra y de venta a fin de que todas las transacciones se efectúen en un mercado abierto y el inversionista pueda obtener la más conveniente ejecución de sus órdenes*”. Además, ver Oficio Circular N° 253/2004 de la Superintendencia de Valores y Seguros: “*Las bolsas de valores deberán instruir a sus corredores miembros, a efectos de prohibir que estos calcen ofertas de compra a precios menores y ofertas de venta a precios mayores que el de la mejor oferta de compra o venta vigente, respectivamente, en los centros bursátiles en los que se transe el instrumento ofrecido*”. Página 2.

Chile (en adelante, "BEC") y la Bolsa de Valores de Valparaíso (en adelante, "BVV")⁸.

7. De los montos totales transados según se aprecia en la Tabla N° 1, la mayor cantidad corresponde a: instrumentos de intermediación financiera⁹ (50,8%); seguidos por transacciones de dólares (25,7%); instrumentos de renta fija¹⁰ (18,6%); luego, acciones (4,8%); a las que siguen otros instrumentos que en conjunto no superan el 0,1%¹¹.

Tabla N°1: Participación en montos transados, todos los instrumentos, 2004-2013

Año	BCS	BVV	BEC
2004	92,77%	0,06%	7,17%
2005	95,22%	0,10%	4,69%
2006	95,61%	0,09%	4,30%
2007	95,76%	0,04%	4,20%
2008	96,75%	0,03%	3,22%
2009	99,10%	0,03%	0,87%
2010	98,71%	0,03%	1,25%
2011	98,80%	0,02%	1,18%
2012	99,07%	0,03%	0,90%
2013	98,74%	0,02%	1,24%

Fuente: www.svs.cl

8. De esta forma, la BCS concentra la gran mayoría de las transacciones y montos en todos los instrumentos, presentando un progresivo aumento en el Índice Herfindal-Hirschman global (en montos), el que pasó de 5.090 en el año 2000 a 9.751,6 en el año 2013.

⁸ La BCS fue fundada en el año 1893; la BVV en 1898 (cuya operación fue interrumpida entre la entrada en vigencia de la LMV y el año 1987); y, la BEC en 1989.

⁹ Por ejemplo: efectos de comercio; depósitos a plazo reajustables; pagarés descontables; y, pagarés reajustables del Banco Central; entre otros.

¹⁰ Por ejemplo: bonos; letras hipotecarias; pagarés bancarios; pagarés de Tesorería General de la República; e, instrumentos reajustables de largo plazo o del Banco Central; entre otros.

¹¹ Por ejemplo: cuotas de fondos de inversión; futuros y opciones; oro; y, plata; entre otros.

9. Dichos índices de concentración son similares a los observados en cada uno de los tipos de instrumentos. En efecto, según se observa en la Tabla N° 2, en 2013 la BCS tuvo una participación -medida en montos- de al menos el 75% en cada uno de ellos, y una participación global que casi alcanzó el 99%.

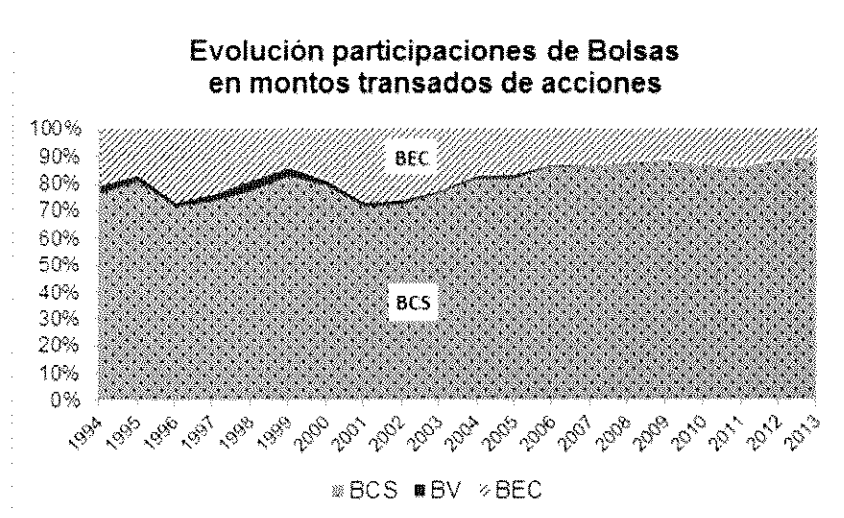
Tabla N° 2: Participación de cada bolsa en montos transados por instrumento, 2013

	BCS	BVV	BEC
Acciones	89,4%	0,4%	10,2%
Cuotas de fondos de inversión	77,2%	0,0%	22,8%
Renta fija	96,7%	0,0%	3,3%
Intermediación financiera	99,8%	0,0%	0,2%
Dólares ¹²	99,997%	0,0%	0,01%
Oro y plata	96,2%	3,8%	0%
Total	98,74%	0,02%	1,24%

Fuente: www.svs.cl

10. Asimismo, según se puede apreciar en el Gráfico N° 1, la participación en el mercado de acciones por parte de la BCS es creciente en el tiempo, llegando en el 2013 a detentar un 89,5% de los montos transados en acciones.

Gráfico N° 1: Evolución de participaciones de mercado en acciones



Fuente: www.svs.cl

¹² Se hace presente, que tanto la estadística sobre transacciones de dólares que aparece publicada por la SVS como también la que enviaron las bolsas en respuesta a oficios FNE durante la Investigación, se refiere a transacciones de esta divisa que son efectuadas por corredores de bolsa a través de medios de negociación en bolsa, de acuerdo a las normas de la LMV.

11. Con respecto a la concentración del mercado a nivel de los *corredores de bolsa*, cabe destacar que los tres mayores realizaron aproximadamente el 40% de las transacciones en acciones del mercado bursátil en el año 2013¹³. A mayor abundamiento, los 20 mayores corredores de bolsa concentraron alrededor del 94,31% de las transacciones en acciones¹⁴. Coincidentemente, de los 20 corredores que presentan las mayores participaciones de mercado, 15 operan en la BCS¹⁵. Por último, el Índice Herfindal-Hirschman, considerando la participación de todos los corredores en 2013, fue de 867 puntos.

I.3 Estructura de propiedad de las bolsas.

13. Las bolsas son sociedades anónimas abiertas¹⁶. La BCS tiene 43 acciones emitidas, siendo su último valor publicado (correspondiente a 2009) de \$2.000.000.000¹⁷; la BEC ha emitido 41 acciones, correspondiendo el último precio público de esta (de 2012) a \$125.000.000¹⁸; y, la BVV ha emitido 60 acciones, habiéndose publicado un valor de \$19.000.000¹⁹ (en el año 2013). Como se detalla más adelante en esta presentación, si bien la LMV no exige a las corredoras de valores ser accionistas de las bolsas en que operan, en los hechos, ello no ocurre así, siendo exigido por la normativa interna de cada Bolsa²⁰.

12. De los 43 corredores de bolsa que hay en Chile, 22 tienen acciones en una sola bolsa y los 21 restantes tienen acciones en 2 o más. De los 31 corredores que operan en la BCS, 11 no tienen acceso más que a ella. Lo propio ocurre con 5

¹³ Los tres mayores corredores son Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa; Banchile Corredores de Bolsa S.A.; y, Celfin Capital S.A. C. de Bolsa, los que realizaron un 20,79%; un 10,19%; y, un 10,17% de las transacciones en acciones, respectivamente. En www.svs.cl.

¹⁴ Estos son Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa; Banchile Corredores de Bolsa S.A.; Celfin Capital S.A. C. de Bolsa; Santander Investment S.A. C. de Bolsa; Merrill Lynch Corredores de Bolsa S.A.; Tanner Corredores de Bolsa S.A.; Valores Security S.A. Corredores de Bolsa; IM Trust Corredores de Bolsa S.A.; BICE Corredores de Bolsa S.A.; BCI Corredor de Bolsa S.A.; Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.; Corp Corredores de Bolsa S.A.; Deutsche Securities C. de Bolsa S.A.; Penta Corredores de Bolsa S.A.; Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.; MBI Corredores de Bolsa S.A.; FIT Research Corredores de Bolsa S.A.; Negocios y Valores S.A. C. de Bolsa; y, JP Morgan Corredores de Bolsa SPA. En www.svs.cl.

¹⁵ En <http://www.bolsadesantiago.com/Theme/corredores.aspx>

¹⁶ Artículo 40 de la LMV.

¹⁷ Fuente: <http://www.bolsadesantiago.com/theme/resumenInstrumento.aspx?nemo=COMERCIO>

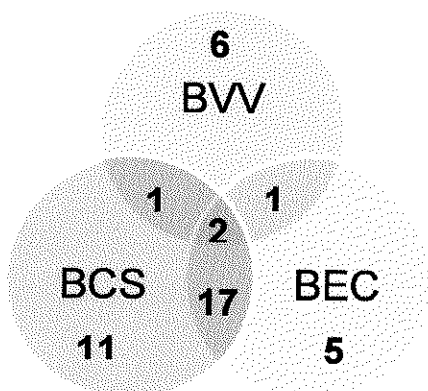
¹⁸ Fuente: <http://www.bolchile.cl/AccionPorInstrumento?idAccion=BOLVALORES>

¹⁹ Fuente: <http://www.bolsadesantiago.com/theme/resumenInstrumento.aspx?NEMO=VALORES>

²⁰ Art. 12 de los Estatutos de la BCS y art. 10 tanto en los estatutos de la BEC como de la BVV.

de los 25 corredores que operan en la BEC y con 6 de los 10 corredores que operan en la BVV²¹. El siguiente Gráfico N° 2 detalla el número de corredores que son dueños de acciones en cada bolsa, incluyendo aquellos que son exclusivos, duales y tripartitos.

Gráfico N°2: Número de corredores por bolsa



Fuente: Elaboración propia en base a información al 2013 obtenida en www.svs.cl

13. Por lo tanto, tal como se ha podido analizar en el presente Capítulo, la estructura del mercado de valores contiene las siguientes características:

- (i) A nivel de plataformas, se encuentra altamente concentrado en la Bolsa de Comercio de Santiago, situación que ha ido consolidándose sostenidamente en el tiempo;
- (ii) Producto de la exigencia práctica de ser accionista de una bolsa para operar en ella, actualmente sólo 2 corredores pueden operar en las 3 plataformas; y,
- (iii) Por la misma razón, 12 corredores quedan excluidos de la plataforma en que se transan más del 90% de los montos.

²¹ De acuerdo a información de la Superintendencia de Valores y Seguros, en el año 2013, sólo 7 corredores transaron acciones en la BVV.

II. PROBLEMAS DE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

II.1 Principios que informan la legislación del mercado de valores.

14. La piedra angular que sostiene el vínculo entre la libre competencia y el mercado de valores está consagrada en el artículo 39 de la LMV que establece que:

*“Las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un **mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente**”²² (énfasis agregado).*

15. Dicha disposición, así como aquellas relativas a las obligaciones de asegurar un mercado *unificado* y de permitir a los inversionistas la *mejor ejecución de sus órdenes*, entre otras, conforman un conjunto de principios que orientan el mercado de intermediación de valores, en particular, garantizando la competencia en el mismo²³. Estos se van reiterando tanto en los pronunciamientos de la H. Comisión Preventiva Central (en adelante, “H. CPC”) N° 1073 de 2 de julio de 1999²⁴ y N° 1078 de 18 de agosto de 1999²⁵; como en las resoluciones N° 556 del 4 de enero de 2000²⁶ y N° 647 del 16 de abril de 2002 de la H. Comisión Resolutiva (en adelante, “H. CR”); y, complementada por la regulación administrativa de la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante, “SVS”), en su Oficio Circular N° 253/2004²⁷.

16. En consecuencia, el legislador ha dispuesto un marco normativo tendiente al desarrollo competitivo del mercado de valores en el país. Sin embargo, como se podrá apreciar a continuación, ha introducido modificaciones legales que han entregado un margen de discreción a los particulares para que sean ellos quienes

²² El inciso segundo de la norma agrega: “Lo anterior, es sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia para impartir a las bolsas y a sus corredores las instrucciones y normas que estime necesarias para el cumplimiento de los objetivos señalados en el inciso anterior”.

²³ Ello de acuerdo a lo dispuesto por los artículos 39, 42, 43, 44 letra a) número 1 y 44 bis de la LMV, cuestión complementada por la regulación administrativa de la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante “SVS”) en su Oficio Circular N°253/2004.

²⁴ Dictamen N° 1078/1999 de la H. CPC. Conclusiones, tercer párrafo.

²⁵ Dictamen N° 1078/1999 de la H. CPC. Párrafo 11.

²⁶ Resolución N° 556/2000 de la H. CR. Resuelvo 1°.

²⁷ Oficio Circular N° 253/2004 de la SVS. Página 1.

determinen los sistemas que puedan cumplir con los fines anteriormente destacados, sin que –en la práctica- se hayan verificado estos.

II.2 Primer problema: La fragmentación no permite la promoción de condiciones competitivas óptimas en el mercado de valores.

(A) Fragmentación del mercado de valores y las operaciones inter-bolsas.

17. La LMV contempla la posibilidad de que existan múltiples bolsas de valores²⁸. Luego, define a las bolsas como entidades que proveen a sus miembros de un lugar para realizar transacciones²⁹ y obliga a los corredores de bolsa a transar valores en la rueda de la bolsa de la que ellos sean miembros³⁰.

18. Sin perjuicio de que la existencia de múltiples bolsas de valores puede justificarse para asegurar que exista competencia entre ellas, esta también genera *fragmentación*. Lo anterior a su vez, *apareja una reducción en la liquidez de cada uno de los mercados individuales*, lo que podría erigir una barrera a la entrada para nuevas bolsas, tal como se explicará más adelante; entorpece el *principio de mejor ejecución de las órdenes*, pues cada orden de compra será calzada con la punta de su propia rueda, aun cuando haya habido un vendedor dispuesto a transar el mismo valor a un precio mejor en otra rueda; y, *afecta la correcta formación de precios* y, consecuentemente, los flujos de información para la eficiente asignación de los recursos.

19. Con todo, existen algunos mecanismos que buscan equilibrar la competencia entre bolsas y la integración del mercado de valores. Uno de ellos es la *interconexión de las ruedas de las diversas bolsas*. Este mecanismo permite que una orden sea calzada con la mejor orden contraria disponible en el mercado, con independencia de la bolsa en que cada una de ellas haya sido ingresada (en adelante e indistintamente, “operaciones inter-bolsas” u “OIBs”).

²⁸ Título VII de la LMV.

²⁹ Artículo 38 de la LMV.

³⁰ Artículo 23 letra c) de la LMV.

20. En esta materia, la LMV indica que las bolsas convendrán los procedimientos que sean necesarios para que se realicen operaciones entre corredores de distintas bolsas. En efecto, el artículo 44 bis de la misma dispone que:

"[L]as bolsas de valores deberán establecer entre sí, sistemas expeditos de comunicación e información en tiempo real respecto de las transacciones de valores que se realicen en cada una de ellas, sin que puedan comercializar o reproducir estas informaciones, salvo autorización expresa de la bolsa que las origina.

*Las bolsas de valores **convendrán sistemas** de comunicación, información, entrega de dineros y títulos; uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes e instando por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente"* (énfasis agregado).

21. Sin embargo, como se puede apreciar de la lectura de la norma, el legislador no estableció *qué sistema* debían convenir las partes para facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, así como tampoco la forma *cómo se convendría*. Por lo mismo, se analizarán los detalles de la discusión parlamentaria que dio origen al artículo 44 bis de la LMV, de forma de comprender cuál es la regulación de las OIBs.

(B) La Historia de la Ley N° 19.601 que incorpora el artículo 44 bis a la LMV.

22. El artículo 44 bis fue introducido en la LMV en el año 1999, a propósito de la Ley N°19.601, que "Permite la Oferta Pública de Valores Extranjeros en el País"³¹, cuyo objetivo principal era justamente *"promover una nueva forma de exportación de servicios de intermediación de valores al permitir la operación de emisores extranjeros en el mercado internacional de valores, contribuyendo a una mayor estabilidad y profundidad del mercado bursátil chileno, mediante una*

³¹ Mediante el artículo 1 a) de la Ley N°19.601 que "Permite la Oferta Pública de Valores Extranjeros en el País", publicada en el Diario Oficial con fecha 18 de enero de 1999.

desconcentración del mercado, una reducción de costos en las transacciones de los títulos externos y una mayor diversificación de las inversiones”³².

23. En el marco de la discusión legislativa respecto a los fines señalados, un grupo de senadores introdujo una indicación que pretendía “asegurar las transacciones interbolsas a fin de evitar el peligro de los monopolios en esta actividad”. El texto original de esta disponía que³³:

*“Las Bolsas de Valores Nacionales deberán facilitar las operaciones entre ellas de manera de permitir al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes y propender a la existencia de un mercado competitivo, ordenado y transparente, **que permita colocar “órdenes directas” entre sus ruedas por el medio más expedito y, en particular, a través de terminales de sus respectivos equipos computacionales.***

Para ello, las Bolsas de Valores Nacionales deberán establecer entre ellas sistemas de comunicación, información, transacción, entrega de dineros y títulos, uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar las operaciones. En las operaciones interbolsas los derechos respectivos no podrán exceder del valor que corresponda a las operaciones propias de cada bolsa.”(énfasis agregado).

24. Según consta de la Historia de la Ley, dicha indicación generó inmediata oposición por un sector de la Sala. En primer lugar, debido a que esta indicación no apuntaba al objeto buscado con la promulgación de la ley, esto es, la regulación de la oferta pública de valores extranjeros dentro de Chile³⁴. En segundo lugar, se señaló que con la modificación legal “no se pretende innovar para nada en la estructura actual del mercado de valores”³⁵. En tercer lugar, y adicionalmente, la moción en comento suscitó debate en cuanto al fondo del asunto, por cuanto merecería un proyecto particular que se dedicara al tema³⁶. Por

³² Historia de la Ley N° 19.601, intervención del Ministro de Hacienda, don Eduardo Aninat. Página 22. Ver en el mismo sentido, intervención del Presidente de la Comisión de Hacienda, don Alejandro Foxley. Página 195.

³³ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Juan Hamilton. Página 203.

³⁴ Historia de la Ley N° 19.601, don Víctor Pérez señaló que existían “dudas de admisibilidad, por ser ajena a la idea matriz del proyecto”. Página 205.

³⁵ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Jovino Novoa. Página 220.

³⁶ Cabe destacar también, la intervención de don Francisco Prat “Es posible que el objetivo de profundización de nuestro mercado de valores sea atendido con esta indicación. Pero, sin duda, **el alcance de ella amerita un proyecto en particular. Excede con creces la capacidad de análisis y de debate que en este momento se da en la Sala, donde se resolvería en general y particular en**

último, se cuestionó *“si el Poder Legislativo debiera intervenir para permitir la interconexión de la Bolsa de Valparaíso con la de Santiago”*³⁷.

25. Dentro de este contexto, a solicitud de uno de los miembros del Senado que promovió la indicación en cuestión, la SVS en conjunto con representantes de las tres bolsas de valores que operan en Chile, elaboraron una propuesta que sustituía íntegramente su texto original³⁸. Esta propuesta terminó siendo la norma vigente en la materia. De esta forma, al eliminar el mandato de *“colocar “órdenes directas” entre sus ruedas por el medio más expedito”*, es evidente que el legislador decidió no adoptar un sistema específico de cierre de OIBs, sino que dejar a las partes su implementación, máxime si se considera lo que a continuación se detalla.

26. A mayor abundamiento, la nueva redacción produjo otra discusión, esta vez, en torno a la voz -sin más- *“convendrán”*, en el sentido de si era obligatorio o no para las bolsas convenir los procedimientos tendientes a realizar OIBs.

27. Por un lado, habían quienes entendían que el término significaba que las partes deben *“estar de acuerdo entre ellas para establecer los sistemas de comunicación, información y otros”*³⁹; *“siempre llegar a un acuerdo entre dos partes, no es un término imperativo”*⁴⁰ (énfasis agregado); *“hagan todos los esfuerzos necesarios para ello”*⁴¹.

28. Otros ahondaron en sus fundamentos *“en el inciso segundo al usarse la palabra “convendrán”, se entiende que tiene que haber un acuerdo de voluntades entre las partes para llegar al objetivo buscado en dicho inciso. En ese sentido, esta proposición no altera el sistema sobre el cual se ha estructurado el*

una sola votación. Por eso, si se nos va a llamar a determinar si la indicación es atendible, creo que debemos resolver no sólo en cuanto a que ésta persigue un objetivo, sino, también, en el sentido de que tiene un alcance muy superior a nuestra capacidad de análisis en este momento, sin perjuicio de que no emito pronunciamiento respecto de ella, pues creo que amerita un estudio mucho más profundo del que pueda efectuarse hoy día.” (énfasis agregado). Historia de la Ley N° 19.601. Página 215.

³⁷ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de doña Evelyn Matthei. Página 212.

³⁸ Da cuenta de lo anterior el Asesor del Ministerio de Hacienda don Álvaro Clarke. Historia de la Ley N° 19.601. Página 235.

³⁹ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Pablo Irarrázaval. Página 236.

⁴⁰ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Edgardo Boeninger. Página 236.

⁴¹ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Alejandro Foxley. Página 236.

mercado de valores en Chile pero sí existe la intención del legislador en el sentido de que esas bolsas, en uso de su autonomía de voluntad, puedan convenir un sistema para facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas⁴² (énfasis agregado).

29. Por último, hubo quienes destacaron el rol que debía desplegar la autoridad sectorial en la aplicación del mencionado vocablo. Es así como se señaló que *“queda entregada a la buena disposición y acuerdo entre las partes pero ello no puede significar que este acuerdo quede entregado simplemente a su voluntad. [...] en el fondo, este es un mandato a las partes para que lleguen a un acuerdo, y en caso de que éste no existiere, la Superintendencia de Valores y Seguros tiene las facultades suficientes para exigir o imponer determinadas disposiciones que aseguren un mercado libre, transparente y unificado”*⁴³. Sin perjuicio de ello, el mismo Intendente de Valores, indicó que *“en esta proposición se deja a las partes que voluntariamente convengan una situación y el rol de la Superintendencia le permite un espacio de negociación, pero una intervención mayor puede provocar una intervención en temas tarifarios y en la gestión de cada una de las bolsas”*⁴⁴ (énfasis agregado).

30. En este aspecto, la expresión “convendrán”, en la forma finalmente aprobada, demuestra que el legislador optó por dejar que la problemática se solucionara por la vía “autorregulatoria”, haciéndose extensiva dicha voluntad al sistema que debían adoptar los particulares para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 44 bis de la LMV.

31. En ese sentido, se señaló que *“se puede deducir que la legislación chilena tiene una filosofía determinada que es distinta a la de otras legislaciones; en efecto, la legislación chilena propende a un concepto de **autorregulación** complementado con normas de seguridad pública básica, y ese concepto genera que, en la práctica, estos entes, las bolsas se valorizan a través de un buen*

⁴² Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Jovino Novoa. Página 236.

⁴³ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Juan Hamilton. Página 237. Ver en el mismo sentido, la intervención de don Carlos Ominami. Página 237.

⁴⁴ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Hernán López. Página 237.

desempeño y generan un capital de confiabilidad que valoriza su activo"⁴⁵ (énfasis agregado).

(C) Los pronunciamientos de la autoridad de libre competencia relativos a la aplicación del artículo 44 bis de la LMV.

32. Meses después de la publicación de la Ley N° 19.601 que introdujo el artículo 44 bis a la LMV, con fecha 2 de julio de 1999, la H. CPC se pronunció -mediante *Dictamen N° 1073*⁴⁶, y a solicitud de la SVS- sobre si el establecimiento por parte de la BCS de un sistema de cobros conocidos como "peajes inter-bolsas" y que gravaban a las OIBs, atentaba o no en contra de la libre competencia⁴⁷. Además, en el marco de dicho proceso, la BVV denunció la negativa de BCS a reanudar las OIBs, que habían sido una práctica habitual entre las bolsas desde la creación de las mismas⁴⁸.

33. En lo pertinente a las OIBs, la H. Comisión Resolutiva -conociendo de la reclamación interpuesta por la BCS⁴⁹- dictó la *Resolución N° 556* del 4 de enero de 2000 que ordenó a las bolsas de valores a "[...] **convenir a la brevedad, y en un plazo no superior a 60 días contados desde la notificación de la presente resolución a las partes, sistemas tendientes a reanudar las llamadas operaciones interbolsas de acuerdo con las normas legales, los reglamentos y estatutos vigentes de cada una de ellas, a fin de facilitar el cierre de las**

⁴⁵ Historia de la Ley N° 19.601, intervención de don Francisco Prat. Página 234.

⁴⁶ El citado Dictamen N° 1073, fue a su vez confirmado mediante el *Dictamen N° 1078* de 18 de agosto de 1999, por el cual la H. CPC se pronunció sobre el recurso de reposición interpuesto por la BVV, en que solicitaba se ordenara expresamente la reanudación de las OIBs y el de reposición presentado por la BCS, rechazando ambas solicitudes. Sin embargo, la H. CPC elevó los autos para la revisión de un recurso de reclamación interpuesto por la BCS, el que fuera resuelto por medio de la Resolución N° 556/2000 de la H. CR, que confirmó los Dictámenes anteriores.

⁴⁷ Dictamen N° 1073/1999 de la H. CPC. Número 7.4, letra b). Página 14. En concreto, la BCS había instaurado un sistema de cobro de derechos a las OIB para, en su opinión "...evitar que operaciones que realizan sus corredores por cuenta propia se liquiden como tales en otras bolsas en el mismo día y al mismo precio, siendo que en la realidad constituyen operaciones por cuenta de terceros".

⁴⁸ Autos Rol N°105-98 de la H. CPC. Fojas 393 y siguientes. Dichas operaciones se habrían realizado regularmente entre las bolsas hasta que, en 1982, la BVV desapareció del mercado por no cumplir con los requisitos regulatorios exigidos. Al momento de volver a operar, en 1988, la BCS no habría querido reanudar dichas operaciones. En particular, la BVV denunció a la BCS por una "...actitud monopólica (...) y de abuso de posición dominante por eliminar las operaciones interbolsas, su negativa para reestablecerlas y la imposición de cobros y aumento en el monto de los mismos por concepto de los derechos especiales", Dictamen N° 1078/1999 de la H. CPC. Página 1.

⁴⁹ Iniciándose así el proceso Rol N° 586-1999 ante la H. Comisión Resolutiva.

operaciones entre corredores de distintas Bolsas"⁵⁰ (énfasis agregado). Vale decir, estableció un plazo perentorio para que las partes hicieran cumplir lo señalado en el artículo 44 bis de la LMV.

34. Posteriormente, en el contexto del procedimiento de cumplimiento de la Resolución N° 556 solicitada por la BVV, la H. CR -mediante Resolución N°647/2002 del 16 de abril de 2002- determinó la forma en que deberán reanudarse las OIBs, indicando que ello debía hacerse bajo las siguientes condiciones mínimas: "[c]ada Bolsa de Valores deberá instalar y operar a su costa un terminal computacional en la Rueda de su propia sede, conectado en línea con los terminales de las otras Bolsas de Valores, a fin de que si un Corredor de otra Bolsa tiene una orden de compra o de venta que **no haya sido capturada en su propia Rueda**, la respectiva Bolsa a la que pertenece el Corredor la comunique a la Rueda de otras Bolsas, la que **puede** ser interferida por un Corredor de cualquiera de ellas, transacción que debe ser comunicada de inmediato a las respectivas Bolsas de Valores a las que pertenezcan los Corredores que han intervenido en la operación"⁵¹ (énfasis agregado). Sin embargo, la autoridad de libre competencia dejó abierta la posibilidad de calzar las ofertas provenientes del sistema de OIBs.

35. Asimismo, en el marco del proceso, las bolsas de valores sostuvieron una serie de reuniones entre ellas⁵² con el fin de acordar la forma de reanudación de las OIBs⁵³. En dichas reuniones⁵⁴ se habría acordado que toda operación de compra o venta se mantuviera por una *ventana de 3 minutos* en la rueda de

⁵⁰ Resolución N° 556 de la H. CR. Resuelvo 1°.

⁵¹ Considerando 21°, letra a). A este respecto, resulta útil tener presente que en el punto 11 de la Resolución se había señalado: "Que sin perjuicio de lo razonado en los dos considerandos anteriores, es preciso dejar establecido con toda claridad y propiedad, que "lo debido" respecto de la decisión 1.a de la Resolución 556, de 4 de Enero de 2000, no es la convención que debe existir entre las Bolsas involucradas para determinar los sistemas materiales que deben emplearse, sino que **la reanudación** propiamente tal de las operaciones interbolsas de acuerdo con las normas legales, los reglamentos y estatutos vigentes de cada una de ellas" (destacado en el original).

⁵² De acuerdo a lo declarado por las empresas investigadas, dichas reuniones habrían sido supervisadas por José Luis Pérez Zañartu, ministro de la Excm. Corte Suprema y, en ese entonces, Presidente de la H. Comisión Resolutiva.

⁵³ Presentaciones de fojas 1019 y siguientes del expediente Rol N° 586-99, seguidos ante la H. Comisión Resolutiva, caratulados "Avocación en Recurso de Reclamación de Bolsa de Comercio de Santiago contra el Dictamen N°1073 de la Comisión Preventiva Central".

⁵⁴ Ver por ejemplo, presentación de la BEC de fojas 1038 y siguientes del expediente Rol N° 586-99, seguidos ante la H. Comisión Resolutiva, caratulados "Avocación en Recurso de Reclamación de Bolsa de Comercio de Santiago contra el Dictamen N°1073 de la Comisión Preventiva Central".

origen, para luego ser remitida como OIB a las demás bolsas, en caso de así estimarlo el corredor.

36. Por último, la H. CR -a solicitud de la BEC⁵⁵- ordenó a la SVS "*supervigilar el cumplimiento de lo resuelto, dictando las instrucciones sobre aspectos normativos, regulatorios y técnicos de la puesta en funcionamiento de las operaciones interbolsas, de acuerdo a sus funciones y respetando lo resuelto por este Tribunal*"⁵⁶.

(D) Circulares emitidas por la SVS para dar cumplimiento al artículo 44 bis de la LMV y a los pronunciamientos de la autoridad de libre competencia.

37. Fue justamente en cumplimiento de la instrucción mencionada anteriormente, que la SVS dictó el *Oficio Circular N° 253/2004*⁵⁷. Por medio de este, la SVS señaló que los sistemas de OIBs deben ser tales que garanticen que "*se dará la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas, y por ende, **que no se pueden concretar operaciones en su rueda a precios menos convenientes que los que se podrían conseguir a través del cierre de operaciones con ofertas registradas en dicha rueda por corredores de otras bolsas***"⁵⁸ (énfasis agregado).

38. Luego, en cumplimiento del Oficio Circular reseñado -y de los fallos de la H. CPC y la H. CR- con fecha 11 de abril del año 2005, la BCS, la BEC y la BVV firmaron un acuerdo⁵⁹ para implementar entre sí sistemas de intercambio de información y de OIBs referidos a acciones y cuotas de fondos de inversión. En lo que se refiere a las OIBs, los principales puntos del acuerdo fueron los siguientes:

⁵⁵ Presentación de la BEC de fojas 1038 y siguientes del expediente Rol N° 586-99, seguidos ante la H. Comisión Resolutiva, caratulados "Avocación en Recurso de Reclamación de Bolsa de Comercio de Santiago contra el Dictamen N°1073 de la Comisión Preventiva Central".

⁵⁶ Resolución de fecha 17 de julio de 2002, rolante a fojas 1117 del expediente Rol N° 586-99, seguidos ante la H. Comisión Resolutiva, caratulados "Avocación en Recurso de Reclamación de Bolsa de Comercio de Santiago contra el Dictamen N°1073 de la Comisión Preventiva Central".

⁵⁷ Denominado "Imparte Instrucciones a las Bolsas de Valores respecto a La Adopción de Normas y Sistemas que Aseguren la Mejor Ejecución de Órdenes de Inversionistas, y al cumplimiento de las Resoluciones N° 556, de 04.01.2000 y N° 647, de 16.04.2002, de la Honorable Comisión Resolutiva", de fecha 1 de octubre de 2014.

⁵⁸ Oficio Circular N° 253/2004 de la SVS. Página 3.

⁵⁹ Denominado "Acuerdo de las Bolsas de Valores sobre Intercambio de Información y Operaciones Interbolsa". El mismo fue presentado ante la SVS con fecha 13 de abril de 2005.

a) las ofertas OIBs serían digitadas directamente por los corredores en una aplicación de su bolsa de origen y transmitidas automáticamente a las demás bolsas⁶⁰; b) las OIBs se difundirían directamente en la rueda de cada una de las Bolsas de Valores, en forma conjunta con aquellas órdenes que le son propias⁶¹; y, c) las OIBs no serían vinculantes y no condicionarían el mercado de la bolsa que las recibe, sin perjuicio de que cada Bolsa podría decidir hacerlas vinculantes⁶².

39. Posteriormente, con fecha 13 de agosto de 2010, la SVS dictó la *Circular N° 1.985*, relativa a las condiciones y tiempos de ejecución, y los precios vigentes en el mercado, entre otros. En lo que se refiere a las operaciones OIBs, esta *“viene a complementar las instrucciones impartidas mediante el Oficio Circular N°253 antes descrito. La información que cada corredor de bolsa debe entregar, conforme a la citada Circular, entre otras cosas, permite al cliente tener a la vista, en un formato simple, los tiempos, costos y precios de ejecución de sus órdenes e informarse si el corredor o sus relacionados fueron contrapartes de sus operaciones y conocer, si fuera el caso, los precios de las mejores ofertas de compra y venta vigentes en el mercado al momento de ejecución de la orden del cliente. En tal sentido, esta información es concordante con aquella que el corredor debe proveer al cliente en virtud del mencionado Oficio Circular N°253, pero entregada en un formato que en opinión de esta Superintendencia facilita su comprensión por parte de los inversionistas”*⁶³.

(E) En la práctica, la ley no ha logrado que las OIBs interconecten el mercado de valores.

40. De lo señalado anteriormente, se debe consignar que el sistema de OIBs actualmente vigente tiene una característica fundamental, cual es la de ser de *calce voluntario*. Esto es, si una operación de compra o venta de acciones es

⁶⁰ Punto 3 a).

⁶¹ Punto 3 c).

⁶² Punto 3 d). Sin embargo, tanto la BCS como la BEC declararon como esencial para hacer las OIB vinculantes, el hecho de adquirir, por parte de los corredores de las otras bolsas, las mismas condiciones y exigencias exigidas a los propios. La BVV, por su parte, declaró no estar de acuerdo con lo anterior y que no habría sido posible llegar a un acuerdo respecto de dicho tema, en términos no discriminatorios.

⁶³ Respuesta de la SVS a Ord. 213-13 FNE, 21 de marzo de 2013.

introducida en la bolsa de origen del corredor⁶⁴ y si no es calzada transcurridos tres minutos desde ese momento, el corredor tiene la opción de digitarla en el sistema de OIBs y dirigirla hacia las dos otras bolsas. Esto significa en la práctica, que sólo un número menor de las transacciones que efectivamente se digitan en el sistema de OIBs, son calzadas.

41. En este sentido, en la Tabla N° 3 se observa la fuerte tendencia a la baja de las OIBs, tanto en montos como en número de operaciones. Además, se observa que las OIBs corren casi exclusivamente en dirección hacia la BCS. Tanto así, que sólo existió un único caso de OIBs originada en la BCS en el período analizado.

Tabla N°3: Monto en MM\$ (número de transacciones) de OIB de acciones y cuotas de fondos mutuos, entre los años 2007 y 2012, desagregado por bolsa de origen y de destino.

	OIB con DESTINO BVV		OIB con DESTINO BCS		OIB con DESTINO BEC	
	Desde BCS	Desde BEC	Desde BVV	Desde BEC	Desde BVV	Desde BCS
2007	0 (0)	583 (201)	15.529 (4.621)	22.200 (3.017)	75 (24)	0 (0)
2008	1,6 (1)	637 (192)	3.586 (1.062)	15.539 (2.295)	38 (11)	0 (0)
2009	0 (0)	437 (153)	3.082 (772)	12.048 (2.811)	37 (14)	0 (0)
2010	0 (0)	291 (122)	2.634 (862)	22.314 (5.696)	33 (18)	0 (0)
2011	0 (0)	423 (94)	802 (158)	16.117 (4.639)	7 (7)	0 (0)
2012 (a octubre)	0 (0)	186 (25)	72 (28)	4.739 (1.307)	0 (0)	0 (0)

Fuente: Elaboración propia a partir de información aportada por las bolsas de valores a la Investigación.

⁶⁴ En el caso de los corredores que pueden operar en más de una bolsa, se considera que la bolsa a la que pertenece la oferta es aquella en la que es introducida.

42. Según consigna un informe encargado por la BEC⁶⁵, para el período comprendido entre enero de 2010 y abril de 2013, 55.016 de las 190.965 transacciones de acciones cerradas en la Bolsa Electrónica tenían una mejor punta en otra bolsa⁶⁶. En otras palabras, casi un tercio de las operaciones cerradas en esa bolsa de valores podrían haber logrado mejores condiciones de haberse realizado en otras bolsas.

(F) A mayor abundamiento, la fragmentación se erige como una barrera a la entrada para nuevas bolsas o plataformas alternativas.

43. La fragmentación del mercado no sólo afecta la correcta formación de precios y el principio de mejor ejecución, sino que además, dados los importantes *efectos de red*, es una significativa barrera a la entrada para nuevas bolsas o plataformas alternativas que quieran entrar a competir en el mercado de valores.

44. Así, la intermediación de valores se caracteriza por presentar efectos de red relevantes, que se van perpetuando en la medida que más partes transen en una bolsa, lo que la torna más atractiva para otros intermediarios y clientes, quienes también preferirán transar en ella. Este fenómeno ha sido constatado, por ejemplo, por las autoridades de libre competencia europeas, a raíz del rechazo de la fusión entre *NYSE-Euronext* y *Deutsche Börse AG*⁶⁷.

45. Dichas barreras a la entrada, producto del efecto de red, prácticamente desaparecen cuando existe interconexión efectiva, ya que al poder acceder a la liquidez total del mercado, las plataformas nuevas pueden entrar en igualdad de condiciones, aprovechando la concentración de oferentes y demandantes del mercado como un todo. De esta manera, se hace más viable la entrada, ya que no es necesario concentrar una masa crítica de usuarios de la plataforma para hacer factible el negocio.

⁶⁵ Galetovic "Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)" (2013). Página 6.

⁶⁶ Por su parte, en Respuesta de la SVS a Ord. 210-13 FNE -de fecha 21 de marzo de 2013- la SVS señaló haber detectado en su fiscalización dos tipos de situaciones en que las órdenes eran calzadas en su bolsa de origen a pesar de haberse podido ejecutar en otras bolsas a un mejor precio.

⁶⁷ Comisión Europea, Caso No. COMP/M.6166 - DEUTSCHE BÖRSE / NYSE EURONEXT. Páginas 123-124.

46. Por lo tanto, la interconexión reduce significativamente las barreras a la entrada para nuevas bolsas o plataformas alternativas. Lo anterior es ratificado, además, por la práctica de los mercados internacionales más avanzados, como son la Unión Europea y Estados Unidos, donde la integración se vio impulsada por normativas que han ordenado la mejor ejecución de órdenes (EE.UU.) o la interconexión efectiva, considerando que la mejor ejecución puede comprender otras variables diferentes a sólo el precio (Europa).

II.3 Segundo problema: La mutualización no permite la promoción de condiciones competitivas óptimas en el mercado de valores.

(A) La regulación relevante establece un sistema de desmutualización voluntaria, que en la práctica opera de forma mutualizada.

47. Con la entrada en vigencia de la Ley 20.190⁶⁸, conocida como "MK II", que modificó la LMV, nuestro legislador eliminó como requisito necesario para operar como corredor de una bolsa el ser accionista de esta. Así, el artículo 40 N° 5 del mismo cuerpo legal señala:

"Un corredor podrá ejercer su actividad en más de una bolsa, ya sea en calidad de accionista o celebrando un contrato para operar en ella".

48. A diferencia del caso de la interconexión, la desmutualización fue objeto de reforma legal desde el inicio del Proyecto de Ley que le dio origen⁶⁹, el cual –según su historia fidedigna–, refleja inequívocamente la intención del legislador de optar por un sistema voluntario de "autorregulación", que podría ayudar a

⁶⁸ "Introduce Adecuaciones Tributarias e Institucionales para el Fomento de la Industria de Capital de Riesgo y Continúa el Proceso de Modernización del Mercado de Capitales", publicada el 5 de junio de 2007.

⁶⁹ Historia de la Ley 20.190, Mensaje Presidencial: "MODIFICACIONES A LA LEY DE MERCADO DE VALORES. A continuación, el proyecto modifica la Ley de mercado de valores. Desmutualización de las bolsas. Al respecto, en primer lugar, el proyecto modifica varios artículos del título referido a las bolsas de valores, con el fin de **dar la opción a las bolsas de valores de contar con corredores no accionistas**. De esta manera, se propone eliminar el requisito de ser accionista de la bolsa para poder transar en ella en calidad de corredor. Al separar a las personas que tienen los derechos de propiedad de los que poseen los privilegios de transacción, puede ejercerse una mayor fiscalización y autorregulación, lo que reducirá el conflicto de intereses dentro de una bolsa estructurada como una mutual." (énfasis agregado). Página 14.

mejorar la calidad de los corredores y, por ende, la transparencia de las operaciones en los mercados bursátiles⁷⁰.

49. Sin embargo, en los hechos, las tres bolsas que operan en Chile sí exigen el carácter de accionista para conferir la calidad de corredor de la respectiva bolsa, cuestión que se conoce como "mutualización". Dicha exigencia se encuentra contenida en el artículo 12 de los estatutos de la BCS; así como en el artículo 10 de los reglamentos de la BEC y de la BVV, respectivamente.

50. En palabras de la SVS, "[s]in perjuicio que conforme a la legislación vigente las bolsas de valores son entidades con fines de lucro y que pueden permitir el acceso a sus sistemas de negociación bursátil a corredores de bolsa que no posean una acción de la bolsa respectiva, en la práctica todas las bolsas de valores nacionales exigen en sus estatutos que los corredores sean accionistas de las mismas. Por tal razón, **a pesar de que pueden ser desmutualizadas, las bolsas de valores nacionales en la práctica siguen presentado características propias de las bolsas mutualizadas**"⁷¹ (énfasis agregado).

51. En efecto, si bien la LMV también autoriza a los corredores a ejercer su actividad a través de la celebración de un contrato con una bolsa, en la práctica, dichos contratos exigen que el corredor sea miembro de otra bolsa y, por tanto, su utilización es muy limitada.

(B) La mutualización impone significativas barreras a la entrada de nuevos corredores.

52. La normativa de la BCS exige a todo corredor comprar una acción de la bolsa, debiendo constituirla además en prenda, como garantía, a favor de la

⁷⁰ Historia de la Ley 20.190, ver entre otros, intervenciones del Superintendente de Valores y Seguros don Alejandro Ferreiro, página 144: "siendo en adelante facultativo para los corredores hacerlo"; doña Evelyn Matthei, página 946: "Se permite la desmutualización voluntaria de las bolsas. El objetivo central de la norma es limitar las barreras de entrada, que va en consonancia con las tendencias internacionales en la materia y las bolsas competitivas en los mercados internacionales"; Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre, página 1274: "el Ministro de Hacienda recordó que la desmutualización es voluntaria y no obligatoria, por lo que la norma es relevante para las que opten por desmutualizarse".
⁷¹ Ord. N° 14989, de la SVS de 4 de junio de 2014. Página 1.

BCS⁷². De acuerdo a información pública, el último precio publicado de su acción en la última transacción de la misma (efectuado en el año 2009) fue de \$2.000.000.000 (cerca a UF 80.000⁷³), cantidad muy por sobre el mínimo de la garantía legal de 4.000 UF⁷⁴.

53. Si bien dicho monto corresponde al valor de mercado de la acción, constituye, en opinión de esta Fiscalía, una ineficiente barrera de entrada, cuestión que advirtiera ya en el año 2009 el entonces Superintendente de Valores y Seguros, Guillermo Larraín. En sus palabras, “[l]a necesidad de ser accionista para ser corredor representa una barrera a la entrada ineficiente. Un mejor diseño de las barreras a la entrada, por ejemplo incrementando los requerimientos de capital en función de los negocios en los que se pretenda ejercer la actividad bursátil, permitirá más competencia en el negocio de corretaje”⁷⁵.

54. Ello sobre todo si se tiene en cuenta el hecho de que la disponibilidad o liquidez de la acción de la BCS es reducida. Tanto así, que la última vez que se hizo la colocación de una acción de primera emisión de dicha bolsa fue en diciembre 1994, es decir, casi 20 años atrás. Además, en el mercado secundario las transferencias han ocurrido prácticamente sólo en casos de fusiones de empresas con acciones en la BCS (como corredoras bancarias); cierre de corredoras por insolvencia; o en incumplimientos normativos.

⁷² En efecto, el artículo 12 de los Estatutos Sociales de la BCS señalan que “[p]ara ejercer las funciones y actividades de Corredor, se requiere: b) ser accionista de la Bolsa”; y, el inciso primero del artículo 81 del Reglamento establece que “Sin perjuicio de la garantía legal, se deberá constituir prenda sobre la acción de la Bolsa, propiedad de cada corredor, para garantizar el correcto desempeño de su cargo y el cumplimiento de las operaciones que efectúe”.

⁷³ Cálculo realizado con el valor de la UF de 19 de febrero de 2015.

⁷⁴ Los incisos primero y segundo del artículo 30 de la LMV señala que “Los corredores de bolsa y los agentes de valores deberán constituir una garantía previa al desempeño de sus cargos, para asegurar el correcto y cabal cumplimiento de todas sus obligaciones como intermediarios de valores, en beneficio de los acreedores presentes o futuros que tengan o llegaren a tener en razón de sus operaciones de corretaje.

La garantía será de un monto inicial equivalente a 4.000 unidades de fomento. La Superintendencia podrá exigir mayores garantías en razón del volumen y naturaleza de las operaciones del intermediario, del total de las comisiones ganadas en el año precedente al de la exigencia, de los endeudamientos que efectaren [sic] al agente o corredor o de otras circunstancias semejantes”.

⁷⁵ En “El reto de modernizar el mercado bursátil: cinco principios”. Página 37. En http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/merc_valores/desarrollo_bursatil.pdf.

55. Así las cosas, la exigencia de una garantía uniforme y a la vez elevada, podría no ser adecuada y eficiente para los distintos tipos de intermediarios y/o negocios que pueden surgir en el mercado. En cambio, una garantía diferenciada según el volumen de riesgo y de los montos transados por cada corredor podría ayudar a que los corredores cumplan con las “*condiciones objetivas, tales como la solvencia, adecuada gestión de riesgo, competencia técnica, adecuado manejo de riesgo operacional, etc.*”⁷⁶.

56. A dicho respecto, se debe tener presente que la revisión de los montos transados en 2013 por aquellos corredores *mono-bolsa* (distintos a los de la BCS), da cuenta de casos en los que el valor de la acción de la Bolsa de Santiago cubre varias veces el monto promedio mensual transado por ellas. Tal es la situación, por ejemplo, de Forex (que opera en BEC), con 8,5 veces; o, de Intervalores Corredores de Bolsa (en la BVV), con 8,4 veces⁷⁷. Ello muestra que la imposición de una garantía única y de monto fijo (más allá de la variación de su precio) resulta exagerada para ciertos modelos o tamaños de negocios.

(C) Además, la mutualización puede crear conflictos de interés y otros riesgos a la libre competencia.

57. En este sentido, se estima que la integración vertical de los mercados de plataforma y de corredores genera riesgos para la libre competencia, máxime en consideración que el control de la plataforma lo detenta sólo una parte de los corredores.

58. En concreto, dichos riesgos pueden ser los siguientes: i) exclusión de competidores actuales e incremento de las barreras a la entrada para competidores potenciales; ii) discriminación arbitraria respecto de determinados competidores; y, iii) negativa a contratar respecto de determinados servicios⁷⁸.

⁷⁶ Respuesta de la SVS al Oficio Ord. N° 0756 de Mayo de 2014.

⁷⁷ Cálculo propio basado en cifras disponibles en la SVS.

⁷⁸ Elliot (2002) “Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective”. IMF Working Paper. Páginas 14 y ss.

59. Estos riesgos podrían aumentar, considerando la integración de la plataforma con servicios conexos a la infraestructura, como suelen ser la compensación y la liquidación. En efecto, hoy en día el DCV⁷⁹ y la CCLV⁸⁰ son compañías de la BCS, y los corredores de la BEC realizan su compensación y depósito de valores a través de ellas.

60. Por último, no se pueden dejar de mencionar ciertos riesgos propios de las situaciones de *interlocking* indirecto. Como se ha destacado, la participación de competidores en un directorio común, lo cual se suele denominar *deputization*⁸¹, genera considerables riesgos de conductas anticompetitivas⁸². En efecto, el hecho de que la plataforma esté administrada por gerentes dependientes de competidores facilita el traspaso de información sensible e incluso facilita acuerdos o prácticas concertadas de tipo *hub and spoke*⁸³.

61. En suma, si bien, por una parte, nuestra legislación establece un conjunto de principios que procuran un mercado de valores más competitivo; por otra parte, ha entregado a los particulares la implementación de los sistemas tendientes a

⁷⁹ "El Depósito Central de Valores S.A., (DCV) es una Sociedad Anónima constituida de acuerdo a la Ley 18.876, su reglamento y a las instrucciones impartidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). El DCV está facultado para recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar así las operaciones de transferencia de dichos valores entre los depositantes, de acuerdo a los procedimientos contemplados en la citada Ley". En <http://www.dcv.cl/es/acerca-del-dcv/quienes-somos.html>

⁸⁰ "Contraparte Central S.A. ([Contraparte Central de Liquidación de Valores o] CCLV) una sociedad anónima constituida de acuerdo a la Ley N° 20.345 y a las instrucciones impartidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), cuyo objetivo es administrar sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros ya sea actuando como entidad de Contraparte Central, para los mercados bursátiles de renta variable y derivados, como también como Cámara de Compensación de instrumentos financieros para los mercados bursátiles de renta fija, intermediación financiera y operaciones simultáneas y, desarrollar las demás actividades complementarias que autorice la SVS". En <http://www.cclv.cl/empresa/Paginas/empresa.aspx>

⁸¹ Fiscalía Nacional Económica, Participaciones Minoritarias y Directores Comunes Entre Empresas Competidoras. En <http://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2013/11/Participaciones-minoritarias.pdf>. Página 17.

⁸² *Ibid.* Páginas 7 y ss.

⁸³ Como ha señalado el H. TDLC, el riesgo de coordinación "no sólo se refiere al de colusión expresa o tácita entre las empresas que participan en el mercado relevante, que en general serían ilícitas, sino que también a un concepto más amplio de comportamientos coordinados que es el que surge de la interacción repetida entre empresas, sin que exista necesariamente un acuerdo de cooperación entre éstas, es decir, una coordinación que surja de la mera interdependencia oligopolística". H. TDLC, Resolución N° 43, Rol NC N°397-11 "Consulta de SMU S.A. sobre fusión entre SMU S.A. y Supermercados del Sur S.A.". Considerando 12.2.

cumplir con el mencionado fin. Lo anterior, se traduce en la práctica en un menor grado de competencia en las siguientes manifestaciones:

- (i) El sistema de OIBs actualmente vigente tiene una característica fundamental, cual es la de ser de *calce voluntario*, impidiendo la interconexión del mercado. Ello afecta el principio de mejor ejecución de las operaciones y podría erigir barreras a la entrada para nuevas bolsas o plataformas alternativas; y,
- (ii) La aplicación práctica de la actual normativa tiene como consecuencia la mutualización, imponiendo significativas barreras a la entrada de nuevos corredores y crea otros riesgos a la libre competencia.

III. NECESIDAD DE UNA RECOMENDACIÓN NORMATIVA

62. Según se desprende del origen de ambas normativas revisadas, el legislador estableció un determinado marco de objetivos públicos para alcanzar un equilibrio entre la competencia entre las bolsas de valores y los principios que inspiran el mercado, otorgando un margen de discreción a los particulares a fin de que fueran estos quienes implementaran tales objetivos en la práctica. Lo anterior fue efectuado bajo la vigilancia de la autoridad regulatoria sectorial, lo cual le confiere credibilidad y legitimidad al sistema. Dicho instrumento de política regulatoria ha sido definido por la doctrina como *co-regulación*⁸⁴⁻⁸⁵.

⁸⁴ Para una definición de *co-regulation* en el Derecho de la Unión Europea, ver 'Interinstitutional Agreement on better law-making', (2003/C 321/01), sección 18. En [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003Q1231\(01\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003Q1231(01)&from=EN). Con respecto a su desarrollo doctrinario, ver Senden, Linda, 'Soft Law in European Community Law' (Oxford: Hart Publishing, 2004); Parker, C: 'The Open Corporation: Effective Self-Regulation and Democracy', Cambridge (2001).

⁸⁵ Como bien sabe el H. Tribunal, es más preciso señalar 'co-regulación' que 'auto-regulación' (lenguaje utilizado por los miembros del Congreso según la Historia de la Ley revisada para ambas normativas). Lo anterior, en cuanto en esta última técnica regulatoria -alternativa a las técnicas clásicas, como por ejemplo de *command and control*- se confiere plena libertad a los entes privados en cuanto a los objetivos perseguidos y su implementación (ver Lodge & Wegrich, 'Managing regulation: regulatory analysis, politics and policy', Palgrave Macmillan, 2012; Sinclair, D. 'Self-Regulation Versus Command and Control? Beyond False Dichotomies', *Law & Policy*, Vol. 19, No. 4, (Octubre, 1997). Para una definición legislativa en el Derecho de la Unión Europea, ver 'Interinstitutional Agreement on better law-making' (2003/C 321/01), sección número 22, disponible en: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003Q1231\(C1\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003Q1231(C1)&from=EN). Mientras que en la *co-regulación* o *meta-regulación*, se combinan los objetivos propuestos por el Estado, junto con la implementación de dichos objetivos por parte de los entes privados (Coglianese C, y Mendelson E, 'Meta-Regulation and Self-Regulation', en Baldwin et. al (eds.) 'The Oxford Handbook of Regulation' (Oxford, OUP, 2010)).

63. Sin embargo, se ha señalado que el éxito del sistema de *co-regulación* como el señalado, depende fundamentalmente de dos factores: i) las *capacidades y motivaciones* de los actores para cumplir con los objetivos públicos propuestos por la regulación (en lugar de sus intereses individuales); y, ii) la debida *supervisión* de lo anterior por la autoridad⁸⁶. En los hechos, resulta evidente que la regulación actual adolece de falencias.

64. En primer lugar, resultan escasos los incentivos de la BCS, como operador dominante del mercado, para *convenir* con las otras dos bolsas un sistema que facilite el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, compense la fragmentación del mercado y permita alcanzar una interconexión entre estas. A mayor abundamiento, la debida supervisión de las OIBs por parte de la SVS se dificulta pues, al no estar interconectadas las bolsas, resulta muy complejo fiscalizar el cumplimiento del principio de la mejor ejecución de las órdenes.

65. En segundo lugar, los incentivos que los corredores dueños de las bolsas tienen para reemplazar su estructura a una desmutualizada son escasos. La estructura actual se asemeja a la de un equilibrio oligopólico, donde las rentas se podrían disipar si se bajan las barreras para que entren más corredores al mercado, mediante la desmutualización. Adicionalmente, bajo el actual sistema se maximizan los intereses de los corredores, los que podrían ser contrapuestos a los intereses de una bolsa independiente, o a los intereses de los inversionistas. Dichos conflictos de interés generan ineficiencias tales como: menores niveles de innovación; menor diferenciación de los servicios prestados; y, por ende, menor variedad de productos en el mercado.

66. En consecuencia, bajo una mirada de diseño regulatorio, resulta evidente que los objetivos planteados por el regulador al optar por la *co-regulación* no han sido cumplidos, generándose lo que en doctrina se denomina una *falla*

⁸⁶ Lodge & Wegrich, '*Managing regulation: regulatory analysis, politics and policy*', Palgrave Macmillan, 2012. Páginas 105 y 106.

regulatoria⁸⁷. Lo expuesto justifica la adopción de las siguientes modificaciones legales y normativas pertinentes.

III.1 Necesidad de propuesta normativa en el sentido de *interconectar las bolsas, con calce vinculante, automático e instantáneo.*

67. Como se ha señalado anteriormente en esta presentación, los niveles de fragmentación del mercado chileno no sólo se hacen evidentes en las cifras, sino que durante la Investigación, diversos participantes del mercado de valores dieron cuenta de que está efectivamente fragmentado. En efecto, estos plantearon que el sistema de OIBs actual es -en la práctica- ineficaz, atendido que su carácter voluntario impide el calce a mejor precio e implica la pérdida casi segura de la posición, al ser la permanencia de tres minutos en la bolsa de origen un lapso excesivo en la intermediación financiera, al día de hoy.

68. Aún más, dichos actores han señalado que la falta de interconexión vinculante y automática implica costos de transacción tales que les impide cumplir con su obligación de asegurar la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas⁸⁸.

69. Por lo mismo, esta Fiscalía estima pertinente que S.S. recomiende la dictación de la normativa necesaria para instaurar un procedimiento de *calce vinculante, automático e instantáneo de las OIBs*, vale decir, una integración tecnológica a través de la cual las transacciones de las tres bolsas se calcen simultáneamente, a través de un algoritmo centralizado que calza los mejores precios para las ofertas de todas las bolsas en su conjunto.

⁸⁷ Breyer, S. 'Regulation and its Reform', Boston/Mass: Harvard University Press (1983).

⁸⁸ Por ejemplo, Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A., al efectuar descargos por sanción de censura de la SVS cursada precisamente por no calzar determinadas operaciones a mejor precio, indicó: "[...] toda vez que para los ingresos no existe un sistema en línea entre las Bolsas, nos vemos en la obligación de utilizar terminales distintos para conocer la información tradicional de cada Bolsa, con las contingencias de error que ello significa, si se considera que cuando se trata de ingresos en diferentes Bolsas, sea al mismo tiempo o con diferencias de pocos segundos, el operador no puede tener visión simultánea". Asimismo, señaló que, pese a todas las implementaciones tecnológicas realizadas para solucionar dichos casos, "[...] aún se está expuesto a contingencias que se deben solucionar, para lo cual, a no dudar, se requiere también del apoyo tecnológico de las Bolsas, ya que la falta de sistemas en línea es parte esencial del problema presentado". Res. Exenta de la SVS N° 400 de 29 de octubre de 2013. En http://www.svs.cl/documentos/res/res_2013_400.pdf

III.I.(A) Beneficios de la implementación de una interconexión de las bolsas con calce vinculante, automático e instantáneo.

- (a) Eliminaría los costos incurridos por inversionistas por no calzar al mejor precio.**

70. De acuerdo a un informe encargado por la BEC⁸⁹, un tercio de las transacciones de acciones cerradas en esta, tenían una mejor punta en otra bolsa. Según el mismo autor, el monto promedio por transacción que habría perdido el inversionista por no calzar al mejor precio ascendería a \$24.072.

71. Al considerar todos los casos de diferencias de puntas estudiados en la BEC, se reporta un costo total de US\$ 2,2 millones. En términos anuales, el promedio de costo anual incurrido por los inversionistas como consecuencia de la fragmentación del mercado, correspondería a US\$690.000⁹⁰.

72. Es importante mencionar que este monto sólo corresponde a los costos que se incurrieron por los inversionistas que operan a través de la BEC, por lo que representa una cota inferior de los costos que están incurriendo los inversionistas del mercado como un todo. De esta forma, uno de los beneficios de la integración del mercado correspondería precisamente a la eliminación de este costo que actualmente asumen los inversionistas.

- (b) Disminuiría las barreras a la entrada a nuevas bolsas o plataformas alternativas.**

73. El calce vinculante, automático e instantáneo permitiría integrar la liquidez total del mercado, haciendo posible que todas las bolsas que cumplan los estándares necesarios para actuar como tales puedan acceder a ella.

⁸⁹ Galetovic "Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)" (2013). Páginas 6 y ss.

⁹⁰ Cálculo FNE en base a Galetovic "Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)" (2013). Página 7.

74. Lo anterior, disminuye significativamente las barreras a la entrada para nuevas plataformas, dado que los efectos de red hacen inviable el funcionamiento de una plataforma sin cierta liquidez mínima. El hecho de que la liquidez no esté concentrada solo en los incumbentes, abre la posibilidad de entrada a nuevos actores en este mercado, lo que podría: aumentar las presiones competitivas; inducir a menores precios; mejorar los servicios; y, desplegar un mayor grado de innovación.

(c) Los beneficios que produce la implementación del sistema propuesto son mayores a su costo.

75. El costo de implementar el calce vinculante, automático e instantáneo no es significativo atendido el mercado en cuestión y los beneficios que puede traer consigo. Así, de acuerdo al informe de la BEC, el costo de la interconexión de las bolsas ascendería a USD 1 millón⁹¹, monto en el que se incurriría por una sola vez y que sería equivalente a un 0,002% de los USD 50.000 millones transados anualmente⁹².

76. Adicionalmente, el costo de USD 1 millón resulta menor al costo total incurrido por los inversionistas producto de la falta de interconexión efectiva (el que ascendía por lo menos a USD 2,2 millones⁹³). Por lo tanto, podría decirse que el beneficio de la medida excede con creces el costo, toda vez que este se paga una sola vez, mientras que los costos son incurridos continuamente.

77. De esta forma, de acuerdo a lo indicado por las propias bolsas en el proceso Rol N° 586-1999, seguido ante la H. CR, el calce automático de las operaciones fue discutido en las reuniones sostenidas entre ellas con el objeto de implementar las OIBs. Incluso, la BEC llegó a sostener que en estas, se habría acordado un avance gradual a un sistema automático, el cual no habría sido posible en dicho momento. Esta bolsa indicó: *“(c) [i]nicio de operaciones interbolsa: bajo la forma de un sistema de aceptación voluntaria de las*

⁹¹ Galetovic “Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)” (2013). Página 21.

⁹² Ibid.

⁹³ Cálculo FNE en base a Galetovic “Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)” (2013). Página 7.

operaciones por parte de los corredores, para que una vez resueltos los problemas técnicos y computacionales que inciden entre otros problemas en la posible simultaneidad de cierre de una operación en más de una bolsa de valores, se efectúe gradualmente la transferencia a esos sistemas automáticos⁹⁴.

78. Pues bien, es del caso que al día de hoy ya no concurre impedimento tecnológico u operativo alguno para implementar un procedimiento de interconexión entre bolsas con calce automático. Tanto es así, que la BVV ya opera bajo la modalidad de hacer vinculantes las OIBs en su rueda, constituyendo un ejemplo concreto de que este tipo de integración es perfectamente factible.

79. En efecto, las bolsas operan hoy en Chile con sistemas de intermediación de acciones que tienen un lenguaje común, ya que las tres usan el protocolo abierto FIX ("Financial Interaction eXchange"), y que es ampliamente utilizado a nivel mundial como estándar de comunicaciones para transacciones de valores⁹⁵.

80. Por lo demás, la SVS entiende que la tecnología ya existe y es factible de implementar, de acuerdo a lo que informara en la investigación "[e]n atención a la tecnología actualmente disponible en el mercado, esta Superintendencia estima que resultaría tecnológicamente factible implementar un sistema de operaciones interbolsa vinculante con calce automático, aplicable a los sistemas electrónicos de pregón de las tres bolsas de valores de nuestro país"⁹⁶.

III.I.(B) Costos de la implementación de una integración de las bolsas con calce vinculante, automático e instantáneo.

(a) Eventual reducción de la competencia por liquidez entre las distintas bolsas del mercado.

81. La interconexión de las bolsas podría reducir la competencia por liquidez entre ellas, ya que todas las bolsas tendrían acceso a la totalidad de la liquidez del mercado. Lo anterior, podría generar un efecto *free rider* ya que una bolsa no

⁹⁴ Presentación de la BCE ante la H. CR en causa Rol N°586-1999, rolante a fs.1038 y ss.

⁹⁵ En www.fixtradingcommunity.org

⁹⁶ Respuesta SVS al Oficio Ord. N° 0757 y Oficio Ord. N°0834 de fecha 16 de junio de 2014.

tendría que captar la colocación de las ofertas, toda vez que podría beneficiarse de todas las ofertas captadas por sus competidores.

82. Sin embargo, este costo es mitigado por la competencia que se genera en las otras variables competitivas. Es más, el hecho de que todas las bolsas tengan acceso al mismo nivel de liquidez pone presión competitiva por diferenciarse en otras dimensiones con el fin de captar una transacción.

83. En general, se ha observado que cuando las bolsas se interconectan, estas deben competir en otras variables como serían: los servicios de asesoría; los servicios de nicho (bolsas especializadas en ciertos instrumentos); y, a través de servicios de compensación y liquidación propios que otorgan una calidad de servicio diferenciada⁹⁷. Ello permite un equilibrio razonable entre la unidad del mercado de valores y la competencia entre bolsas.

(b) Eventual incremento de los costos de fiscalización de la SVS.

84. Por último, el calce vinculante, automático e instantáneo podría significar un aumento en el costo de fiscalización de la SVS. Esto ya que la SVS deberá establecer los estándares mínimos de seguridad y los protocolos necesarios para homogeneizar las transacciones y los envíos de información entre las distintas bolsas del mercado⁹⁸. Este costo podría ser mitigado por la reducción en el procesamiento de datos, eliminando la necesidad de fiscalizar uno a uno el cumplimiento del mandato de mejor ejecución de las órdenes.

III.II Necesidad de propuesta normativa en el sentido de establecer la desmutualización obligatoria de las bolsas de valores.

85. De acuerdo a la SVS, la desmutualización consiste en el “[p]roceso de transformación de una entidad sin fines de lucro cuya propiedad está distribuida entre quienes usan y gozan de los recursos e infraestructura que posee la misma,

⁹⁷ Di Noia “Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access”. The Wharton Financial Institution Working Paper Series (1998).

⁹⁸ Respuesta SVS al Oficio Ord. N° 0757 y Oficio Ord. N°0834 de fecha 16 de junio de 2014.

*hacia una bolsa en que el derecho al uso y goce de dicha infraestructura está disociada de la propiedad de la entidad*⁹⁹.

86. En los últimos 20 años ha existido una tendencia mundial hacia la desmutualización de las bolsas de valores¹⁰⁰. Los avances tecnológicos y las corrientes desregulatorias impusieron la necesidad de adecuar el funcionamiento de las bolsas a las dinámicas necesidades del mercado¹⁰¹.

87. Atendida la realidad actual del mercado chileno, la doctrina y la experiencia internacional, esta Fiscalía estima que implementar la desmutualización de las bolsas fomentaría la competencia en el mercado bursátil, tanto desde el punto de vista estático como dinámico. En concreto, conllevaría los siguientes beneficios para la libre competencia.

III.II.(A) Beneficios de la implementación de una desmutualización obligatoria de las bolsas de valores.

(a) La desmutualización reduciría las barreras a la entrada al mercado de intermediación de valores en bolsa.

88. La tensión generada entre los incentivos de una bolsa mutualizada y la libre competencia es reconocida por la propia LMV, donde se concluye implícitamente

⁹⁹ Respuesta de la SVS al Oficio Ord. N° 0756 de fecha 4 de junio de 2014. Otra definición posible se refiere al tránsito desde organizaciones sin fines de lucro, cuya propiedad se radica en manos de sus miembros (corredores de bolsa) hacia organizaciones con fines de lucro, administradas por inversionistas, con el objetivo de maximizar utilidades. A dicho respecto, ver Christensen, Axel. "Desmutualización de bolsas de valores en Chile: Conclusiones a partir de la experiencia internacional" en SVS, "El reto de modernizar el mercado bursátil: Cinco principios" (2009). En http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/merc_valores/desarrollo_bursatil.pdf

¹⁰⁰ El primer caso fue la Bolsa de Estocolmo en 1993, la cual fue seguida por diversas bolsas de Europa continental (v.gr. Ámsterdam, Copenhague, Helsinki) y por la bolsa Australiana durante la misma década. Desde el año 2000, la tendencia desmutualizadora comenzó a expandirse por Norteamérica, Inglaterra y Asia (v.gr. Singapur, Hong-Kong, Toronto, Nasdaq, London Stock Exchange, Chicago Mercantile Exchange, NYSE, CBOE y CBOT). Asimismo, al día de hoy, las bolsas de la India, Brasil, México y Colombia también se han desmutualizado.

¹⁰¹ Durante las últimas décadas se ha producido una transformación radical de los sistemas de intercambio de valores. Concretamente, estos han evolucionado desde medios enfocados en la provisión de un lugar geográfico de encuentro hacia sistemas electrónicos que permiten el calce de las ofertas de venta y compra.

que la primera puede contar con incentivos para elevar las barreras a la entrada a sus clientes, pues estos serán también sus competidores aguas abajo¹⁰².

89. Como se ha indicado, las bolsas establecen garantías iguales para todos los corredores, independientemente del riesgo propio de cada uno. Es más, las garantías son las mismas cualquiera sea el volumen y la naturaleza de las operaciones del intermediario. Lo anterior no solo desatiende uno de los principios establecidos por la organización mundial de reguladores de valores¹⁰³, sino que además carece de lógica económica.

90. En una bolsa desmutualizada, donde quienes administran las bolsas no buscan más que maximizar los beneficios de la bolsa como tal, no existe razón alguna para entorpecer la entrada de quienes pueden constituir garantías suficientes para cubrir los riesgos propios de su operación.

91. Es más, el incentivo a maximizar los ingresos de la plataforma debería llevar a las bolsas a exigir condiciones diferenciadas de acuerdo a los tipos de transacciones de los corredores, a fin de aumentar su número de clientes. Ello no sólo aumenta sus utilidades por la vía de las comisiones, sino que también genera considerables efectos de red, lo cual hace a la plataforma más atractiva¹⁰⁴.

92. En efecto, como ha señalado la SVS, *“En un esquema desmutualizado, los derechos de transacción se obtienen a través del cumplimiento de condiciones técnicas y estándares de seguridad directamente relacionadas con la actividad de intermediación de valores y no por la condición de propiedad, con lo cual no existiría un límite para la entrega de derechos de transacción que otorga la bolsa al mercado”*¹⁰⁵. Así las cosas, continúa la SVS “[...] este esquema podría contribuir efectivamente a disminuir las barreras de entrada al mercado de intermediación

¹⁰² En efecto, el artículo 45 inciso 2º de la LMV dispone que el directorio de las bolsas *debe respetar las normas de libre competencia* al momento de examinar el cumplimiento de los requisitos de ingreso a la plataforma.

¹⁰³ International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation; 2003. Principio N° 22: *“There should be initial and ongoing capital and other prudential requirements for market intermediaries that reflect the risks that the intermediaries undertake”*.

¹⁰⁴ Véase Serifsoy y Weiß, Op. Cit., Página 3036; Evans, The Antitrust Economics of Two-Sided Markets.

¹⁰⁵ Respuesta de la SVS al Oficio Ord. N° 0756 de fecha 4 de junio de 2014. Página 3.

financiera en Chile, abriendo la puerta para el ingreso de nuevas instituciones al mercado”¹⁰⁶.

(b) La desmutualización conlleva mayores incentivos a desarrollar el rol de plataforma bursátil y con ello a competir innovando y diversificando los servicios ofrecidos.

93. Que una fracción de los corredores del mercado administre la bolsa puede ser entendido como un equilibrio oligopólico, en el sentido de que no existen incentivos para ampliar la cobertura de los servicios a más actores, toda vez que ello tendería a disminuir el poder de mercado de los corredores mutualizados. Por el mismo motivo, los incentivos a innovar dependen exclusivamente de las necesidades de los corredores dueños de la plataforma¹⁰⁷⁻¹⁰⁸.

94. La literatura especializada concuerda en que la búsqueda de la maximización de los beneficios de la plataforma ha favorecido el desarrollo de diversos servicios adicionales, desde la liquidación, compensación y custodia de valores¹⁰⁹, hasta servicios más sofisticados, como la asesoría de inversión¹¹⁰, creación de nuevos productos o mercados, servicios de información de transacciones y difusión de información corporativa, entre otros.

¹⁰⁶ Ibid.

¹⁰⁷ Como señalan Hart y Moore: “*Second, the product mix of exchanges is changing. Traditionally exchanges have performed a variety of functions, such as providing a trading mechanism, disseminating information, acting as a clearing house, settling trades, etc. But exchanges no longer need to be vertically integrated in this way. Many of these functions are offered by specialist service providers and, in many cases, exchanges have hived off particular functions. Thus, competition occurs both horizontally between exchanges and vertically between exchanges and service providers*”. Oliver Hart y John Moore, «The Governance of Exchanges: Members’ Cooperatives versus Outside Ownership», *Oxford Review of Economic Policy* 12, n.o 4 (1996). Página 53.

¹⁰⁸ Baris Serifsoy y Marco Weiß, «Settling for efficiency – A framework for the European securities transaction industry», *Journal of Banking & Finance* 31, n° 10 (2007). Op. Cit. Página 3045.

¹⁰⁹ Como señala B. Serifsoy “*profit-oriented exchanges, particularly those that are publicly listed, are mostly dominated by outside owners, which merely have a financial interest in the entity. Therefore, as the vested interests of customer-owners are replaced by the outside owners’ common goal of maximizing the value of their company, an exchange’s management can more freely pursue value-enhancing projects such as diversifying into related business fields*”. Baris Serifsoy, *Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance-Empirical Evidence* (Working paper series/Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften: Finance & Accounting, 2005). Página 2980.

¹¹⁰ Véase Larrain, Guillermo. Cinco principios para desarrollar el mercado bursátil. En: SVS, El reto de modernizar el mercado bursátil: Cinco principios. En http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/merc_valores/desarrollo_bursatil.pdf. Página 38.

95. A este respecto, la SVS ha señalado que la desmutualización podría generar para las bolsas un *“incremento en sus líneas de negocios, puesto que estos nuevos actores querrán optimizar el uso de los activos de la bolsa”*¹¹¹. Asimismo, señala que el mayor acceso a financiamiento de la bolsa *“generaría un aumento en la inversión en, por ejemplo, tecnología y plataformas que deberían contribuir a profundizar el acceso al mercado. Esto, en línea con la posibilidad de que la bolsa amplíe su base de potenciales clientes [...], desarrollando nuevas líneas de negocio”*¹¹².

96. Una clara evidencia de ello es que la estructura mutualizada supuso una traba a la introducción de los sistemas electrónicos de transacción: *“[d]emasiado poder en las manos equivocadas impide las innovaciones necesarias en presencia de tecnologías disruptivas. La introducción de los sistemas electrónicos de transacción fue combatida fuertemente por corredores basados en la rueda física, que tenían una voz importante en la gobernanza de las bolsas”*¹¹³.

(c) La desmutualización podría disminuir ciertos riesgos asociados a la integración vertical de los servicios bursátiles y de corretaje.

97. La adopción de un modelo de mercado con clara separación de la calidad de corredor y dueño de la plataforma podría permitir, en el mediano plazo, alinear los incentivos de los actores de tal forma de generar mayor competencia en el mercado de servicios bursátiles.

98. En particular, al separar la propiedad de la bolsa de los actores que operan en ella, podrían prevenirse los efectos producidos por la integración vertical, como la exclusión de potenciales competidores o la discriminación arbitraria a través de exigencias y garantías. Asimismo, esta medida podría solucionar algunos de los riesgos que genera el *interlocking*, ya que los miembros del directorio de la bolsa dejarán de ser los miembros del directorio de las corredoras.

¹¹¹ Respuesta de la SVS al Oficio Ord. N° 0756 de fecha 4 de junio de 2014. Página 2.

¹¹² Ibid.

¹¹³ Serifsoy y Weiss, Op. Cit. Página 3045.

(d) Beneficio adicional relativo a los gobiernos corporativos.

99. Como indica la literatura, los gobiernos corporativos de las bolsas desmutualizadas presentan importantes ventajas frente a sus pares en bolsas mutualizadas¹¹⁴. Al separar los intereses e incentivos de quienes ofrecen y quienes utilizan la plataforma de la bolsa, el modelo desmutualizado propicia beneficios tanto a nivel de los corredores como de los dueños de las bolsas.

100. Los principales beneficios adicionales guardan relación con: (i) las mejores prácticas de gobierno corporativo; (ii) la capacidad de reaccionar más rápido y eficazmente ante cambios en las condiciones de mercado dado que ya no se tienen que tomar decisiones conjuntas entre grupos con intereses divergentes, sino que ahora se busca la maximización de las ganancias de la bolsa en sí misma; y, (iii) una mayor facilidad para recaudar capital y financiar inversiones, lo que es muy relevante en el mundo altamente tecnológico en que participan las bolsas¹¹⁵.

III.II.(B) Costos de la implementación de una desmutualización obligatoria de las bolsas de valores.

(a) Eventuales efectos en los incentivos a autorregularse.

101. La desmutualización de las bolsas podría imponer la necesidad de cambios regulatorios adicionales, toda vez que, al ser en una sociedad abierta con fines de lucro y no verticalmente integrada, disminuyen los incentivos a autorregularse¹¹⁶.

102. Con esto, podrían surgir incentivos a recortar gastos en autorregulación para aumentar los márgenes de utilidad, como también a reducir los estándares exigidos con el fin de aumentar el número de corredores y de empresas colocadoras, ya que ellas son la fuente de ingresos de una bolsa. De esta manera,

¹¹⁴ Chandrasekhar Krishnamurti, John M Sequeira, y Fu Fangjian, «Stock exchange governance and market quality», *Journal of Banking & Finance*, The future of stock exchanges in a globalizing world, 27, n° 9 (2003). Página 1860. ("The primary driver for such benefits is the favorable governance structure associated with demutualized exchanges").

¹¹⁵ Elliot "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective". IMF Working Paper (2002).

¹¹⁶ Iosco, "Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution Final Report" (2006).

las presiones competitivas podrían generar un efecto adverso en la confiabilidad y seguridad de la bolsa.

103. Sin embargo, este efecto se mitiga si se considera el rol fiscalizador de la SVS al supervisar el cumplimiento por parte de las bolsas, y al establecer criterios claros bajo las que estas deberán regular el funcionamiento del mercado bursátil.

(b) Eventual riesgo de regular a los competidores.

104. Adicionalmente, si la bolsa mantiene su rol de *co-regulación*, podrían emerger problemas en torno a la regulación de sus competidores. Este es el caso hipotético, de aquellas bolsas que deben regular la operación de los ATS¹¹⁷ en sus ruedas, ya que las ATS son competidores directos de las bolsas en cuanto a la captación de transacciones, pero deben operar a través de ellas. De esta forma, los ATS son a su vez usuarios y competidores de las bolsas, lo que genera el riesgo de que la bolsa imponga reglas injustas en desmedro de su competidor¹¹⁸. Si bien en Chile aun no existen los ATS, este es un potencial costo que se podría manifestar con la existencia de ellas, o que bien podría impedir el surgimiento de estas.

(c) Eventuales problemas de viabilidad financiera.

105. Finalmente, siendo instituciones con fines de lucro, las bolsas deben velar por su propia subsistencia, y no podrán ser subsidiadas por los corredores, como bien puede ocurrir en una bolsa mutualizada. En este sentido, cualquier cambio normativo debiera considerar la viabilidad financiera de la bolsa, toda vez que esta cumple con un rol público y la existencia de la misma está en el mejor interés de la sociedad como un todo¹¹⁹.

¹¹⁷ Alternative Trading System: "Un ATS puede ser descrito como un Sistema automatizado, diferente de la Bolsa, en el que confluyen compradores y vendedores de valores de tal forma que resulta un contrato de transacción irrevocable. Los ATS no regulan a sus usuarios (excepto con respecto a las reglas para operar en su sistema), y no desempeñan funciones de colocación de acciones." Traducción libre de Elliot "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective". IMF Working Paper (2002). Página 9.

¹¹⁸ Elliot "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective". IMF Working Paper (2002). Iosco, "Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution Final Report" (2006).

¹¹⁹ Elliot "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective". IMF Working Paper (2002). Página 17.

106. Por lo tanto, una medida como la interconexión vinculante, automática e instantánea solucionaría el problema de fragmentación en el mercado, y garantizaría el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas en las distintas bolsas. Los costos que implicaría la implementación de esta en términos de inversión y de disminución de competencia y regulación, son menores frente a: los importantes beneficios en términos de disminución en las barreras a la entrada de nuevas bolsas y plataformas alternativas; la eliminación de los costos de transacción para los corredores; y, la posibilidad de calzar siempre al mejor precio.

107. Por su parte, una medida como la desmutualización obligatoria resolvería los problemas generados por la actual estructura del mercado. Al separar la propiedad del uso de la plataforma, se generarían los incentivos para desarrollar el rol de plataforma bursátil y con ello a competir, innovando y diversificando los servicios ofrecidos. Adicionalmente, se reduciría una significativa barrera a la entrada para nuevos corredores, lo que introduciría mayor competencia a nivel de corredores de valores. Cualquier riesgo relacionado principalmente con conflictos de interés atinentes al rol de autorregulación propio de las bolsas, pueden ser resueltos con una adecuada supervisión de la SVS.

POR TANTO, en mérito de lo expuesto y lo dispuesto en los artículos 1°, 2°, 18 N° 4 y 39 inciso 2°, letras b) y c), del Decreto Ley N° 211;

SOLICITO AL H. TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA: el inicio de un Expediente de Recomendación Normativa, a fin de evaluar la necesidad y oportunidad de hacer uso de su facultad contemplada en el artículo 18 N° 4 del DL 211, de proponer al Presidente de la República, a través del Ministerio de Hacienda, la adopción de las siguientes modificaciones legales y reglamentarias, con el fin de introducir un mayor grado de competencia en el mercado de intermediación de valores en Chile:

(i) Modificar el artículo 44 bis de la Ley N° 18.045 de mercado de valores, o la dictación y/o modificación de los preceptos legales o reglamentarios necesarios, con el objeto de *establecer un sistema de operaciones inter-bolsas con calce vinculante, automático e instantáneo*, a lo menos respecto a acciones y cuotas de fondos de inversión que se transen por medio del pregón electrónico. Conjuntamente, se solicita la dictación y/o modificación de la normativa en que se establezcan especificaciones técnicas en cuanto a medidas de seguridad; capacidad de las plataformas bursátiles; protocolos de transferencia de información; entre otros; necesarias para una exitosa interconexión de los sistemas de negociación de las bolsas nacionales mediante sistemas de calce vinculante, automático e instantáneo; y,

(ii) Modificar el artículo 40 numeral 5) de la Ley N° 18.045 de mercado de valores, o la dictación y/o modificación de los preceptos legales o reglamentarios necesarios, *para exigir la desmutualización obligatoria de las bolsas*. Conjuntamente, se solicita proponer la dictación y/o modificación de la normativa técnica a fin de establecer las exigencias mínimas de seguridad y de garantías o de patrimonio equivalentes para los corredores que participen en este sistema, de acuerdo a su particular exposición de riesgo.

PRIMER OTROSÍ: En virtud de su vinculación con el asunto no contencioso planteado en estos autos, solicito al H. Tribunal ordenar que se traigan a la vista los siguientes expedientes:

1. Autos Rol N° 105-98, seguidos ante la H. CR, caratulados "Consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros sobre Derechos de Cobro de Comisiones Interbolsas de Valores y Denuncia de la Bolsa de Valores de Valparaíso"; y,
2. Autos Rol N° 586-99, seguidos ante la H. CR, caratulados "Avocación en Recurso de Reclamación de Bolsa de Comercio de Santiago contra el Dictamen N°1073 de la Comisión Preventiva Central".

SEGUNDO OTROSÍ: En cumplimiento de lo dispuesto en el Auto Acordado N°7/2006 del H. Tribunal, solicito a S.S. tener presente que esta Fiscalía remitirá a la Sra. Secretaria, con esta fecha, versión electrónica de esta presentación.

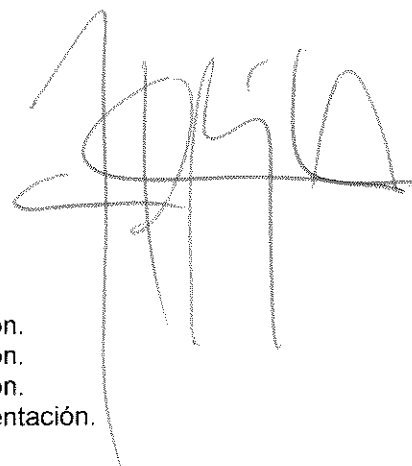
TERCER OTROSÍ: Ruego a S.S. tener por acompañadas copias de los siguientes documentos:

1. Dictamen N° 46.852 pronunciado por la Contraloría General de la República con fecha 4 de octubre de 2006;
2. Resolución de fecha 9 de diciembre de 2014 a través de la cual el Fiscal Nacional Económico, don Felipe Irrázabal Philippi, se inhabilita en la Investigación;
3. Resolución N° 48 de fecha 4 de agosto de 2014, que acepta la renuncia voluntaria de don Jaime Barahona Urzúa al cargo de Subfiscal Nacional Económico;
4. Certificado emitido por doña Ana Azar Díaz, Jefa de la División de Administración y Gestión de la FNE, que da cuenta que ante la ausencia de don Felipe Irrázabal Philippi y de la vacancia del cargo de Subfiscal Nacional Económico, corresponde a don Mario Ybar Abad ejercer las funciones de Fiscal Nacional Económico Subrogante;
5. Resolución N° 57 de 25 de octubre de 2012 de la FNE, que nombró en carácter de titular, a don Mario Ybar Abad como jefe de División de la FNE;
6. Resolución N° 41 de 28 de octubre de 2013 de la FNE, que nombró en carácter de titular, a doña Vanessa Facuse Andreucci como jefe de División de la FNE;
7. Resolución N° 29 de 16 de mayo de 2014 de la FNE, que renovó el nombramiento en carácter de titular, a doña Ana Azar Díaz como Jefe de División de la FNE;

8. Informe "Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)", elaborado por Alexander Galetovic;
9. Respuesta de la SVS a Oficio Ord. N° 210 de fecha 21 de marzo de 2013;
10. Respuesta de la SVS al Oficio Ord. N° 0756 de fecha 4 junio de 2014; y,
11. Respuesta de la SVS a los Oficios Ord. N° 0757 y Ord. N° 0834 de fecha 16 de junio de 2014.

CUARTO OTROSÍ: Ruego al H. Tribunal tener presente que mi personería para representar a la Fiscalía Nacional Económica en calidad de Fiscal Nacional Económico Subrogante emana de la Ley N°18.834¹²⁰, en consideración a que según consta de los documentos acompañados en el Tercer Otrosí de esta presentación: el Fiscal Nacional Económico titular, don Felipe Irrázabal Philippi, se inhabilitó¹²¹; que el cargo de Subfiscal Nacional está vacante¹²²; y, que el funcionario de mayor antigüedad que sigue en el orden jerárquico después del Fiscal Nacional Económico titular es mi persona¹²³.

QUINTO OTROSÍ: Ruego al H. Tribunal tener presente que en mi calidad de abogado habilitado para el ejercicio de la profesión, asumiré personalmente el patrocinio de la Fiscalía Nacional Económica en estos autos, fijando como domicilio el de calle Agustinas N°853, piso 2, Santiago. Sin perjuicio de lo anterior, por este acto confiero poder al abogado habilitado para el ejercicio de la profesión don **Francisco Bórquez Electorat**, de mi mismo domicilio, con quien podré actuar en forma conjunta o separada, indistintamente y que firma este escrito en señal de aceptación.

¹²⁰ Documento 1 acompañado en el Tercer Otrosí de esta presentación.

¹²¹ Documento 2 acompañado en el Tercer Otrosí de esta presentación.

¹²² Documento 3 acompañado en el Tercer Otrosí de esta presentación.

¹²³ Documentos 4 a 7 acompañados en el Tercer Otrosí de esta presentación.