

Santiago, cuatro de enero del año dos mil.

VISTOS :

1.- A fojas 26 del expediente Rol N° 105-98 C.P.C., que forma parte de estos autos, rola el oficio ORD. N° 04614, de fecha 3 de septiembre de 1998, de la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante SVS o la Superintendencia, en que consulta a la Comisión Preventiva Central lo siguiente : "... si se atentaría a la libre competencia, por el hecho que la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, haya establecido un sistema tarifario de derechos de bolsa por cuenta propia y de terceros, que ha sido amplia y detalladamente publicitado y que se conoce comúnmente como "Cobro de peaje interbolsas"".

Los antecedentes acompañados por la SVS, que rolan en fojas 1 a 24 y 607 y siguientes del expediente Rol 105-98 C.P.C., señalan, en síntesis, que la política de derechos de bolsa respecto de las operaciones por cuenta propia y de terceros puesta en vigencia a contar del 1 de septiembre de 1997 por la Bolsa de Comercio de Santiago, en adelante BCS o Bolsa de Comercio, modificó la forma que esta entidad tenía con anterioridad para determinar el cobro de derechos de bolsa a tales operaciones, pero sólo con respecto de aquéllas cuya contrapartida se realice el mismo día en otro centro bursátil, a las cuales les fijó una tasa única de derechos de bolsa ascendente al 0,5% y las excluyó de la aplicación de la tabla de derechos privilegiados.

Así, mientras operaciones correspondientes a ventas o adquisiciones de acciones realizadas en el mismo día en la BCS, cuyas contrapartidas se efectúan también el mismo día y en la misma BCS, las por cuenta propia se han mantenido exentas de derechos de bolsa y beneficiadas con descuentos incrementales en el cálculo de estos derechos (tabla de derechos privilegiados), y las por cuenta de terceros han seguido favorecidas mediante el cobro de derechos de bolsa en función de la aplicación de la tabla de derechos privilegiados; las mismas operaciones cuando tienen su contrapartida en otra entidad

bursátil, han quedado afectas a la tasa más alta de cobro de derechos de bolsa, 0,5%, y excluidas de la aplicación de la tabla de derechos privilegiados.

Se entiende por contrapartida para el caso de la compra de una acción la posterior venta de ese mismo valor, y para el caso de venta de una acción, la previa compra de ese mismo valor, en los términos antes expuestos.

Explica la Superintendencia que no formuló observaciones a dicha reglamentación de la Bolsa de Comercio, salvo la siguiente : "no se pronuncia sobre el monto de las comisiones fijadas, por cuanto ellas pueden ser establecidas libremente conforme a lo dispuesto en el artículo 66 de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores".

Informa, también, que por operaciones de arbitraje se entienden " que serían aquellas operaciones efectuadas por un corredor o inversionista, en que éste realiza una compra o venta en una bolsa de valores, para hacer simultáneamente la operación inversa en otro centro bursátil, con el objeto de obtener un beneficio producto de eventuales diferencias en los precios de los instrumentos financieros entre ambas plazas". Y que por operaciones interbolsas, entiende "en general, que serían aquellas operaciones de compra o venta de valores realizadas mediante un sistema de transacción bursátil, entre corredores miembros de distintas bolsas de valores, ya sea por cuenta propia o de terceros".

2.- La Fiscalía Nacional Económica, a quien la Comisión Preventiva Central solicitó informe, recabó antecedentes sobre la materia a las tres Bolsas de Valores existentes en el país: la Bolsa de Comercio; la Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores, de Valparaíso, en adelante Bolsa de Valparaíso, y a la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores, en adelante Bolsa Electrónica.

2.1.- A fojas 56 y siguientes la Bolsa Electrónica respondió a la Fiscalía señalando que no aplica una comisión o derecho a las transacciones efectuadas en un mismo día por acciones compradas o vendidas, en el mismo día, en otras bolsas de valores; informó que la aplicación por la Bolsa de Comercio de un peaje de 0,5% a las operaciones interbolsas generó la caída de la participación de la Bolsa Electrónica en el mercado accionario bursátil que muestra el gráfico que acompaña, agregado a fojas 36 de autos, y provocó la renuncia de dos de sus corredores activos, atendido lo gravoso que les

resultaba efectuar operaciones de arbitraje en transacciones de acciones previamente compradas en la BCS por efecto del peaje aplicado por ésta.

A su informe acompañó las partes de los Estatutos de la Bolsa Electrónica que tratan los Derechos de Bolsa y las Relaciones entre Bolsas de Valores, Operaciones Interbolsas; la copia de una comunicación dirigida a la SVS con las objeciones planteadas por la Bolsa Electrónica al proyecto de la BCS modificadorio de su política de cobro de derechos de bolsa respecto de las operaciones por cuenta propia y de terceros, y algunos anexos, documentación agregada en fojas 37 a 55 del expediente.

2.2.- A fojas 237 y siguientes la Bolsa de Comercio informó a la Fiscalía, señalando que es a gran distancia la bolsa de valores más importante del país. Se refiere a la intermediación de valores, a la competencia bursátil, a las características de las bolsas de valores, a los corredores, a los gastos que originan las operaciones bursátiles. Sobre este último punto se detiene en los derechos de bolsa, que define como el precio que la bolsa cobra por los servicios que presta a los corredores, cuyo monto lo fija el Directorio de la Bolsa. Indica que de acuerdo con el Reglamento de la BCS el límite máximo en esta fijación es el 1% del monto de la operación, pero que en el Manual de Operaciones de Acciones la BCS contempla descuentos por volumen que se aplican a los derechos de bolsa (tabla de derechos privilegiados).

Define y detalla brevemente las características de los dos tipos de operaciones bursátiles esenciales que realizan los corredores: por cuenta propia y por cuenta de terceros. Refiriéndose a operaciones por cuenta propia que califica de genuinas, sostiene que es la compra o venta de valores efectuada por el corredor para sí con ánimo de transferir derechos sobre los mismos, en que existe un ánimo de lucro del corredor.

Explica que la aplicación del cobro de derechos de bolsa a operaciones por cuenta propia tiene su origen en el sistema de devolución de derechos, que consiste en el reembolso a los corredores de los derechos de bolsa pagados por éstos en operaciones de intermediación que realizan. Este sistema se estableció como incentivo para los corredores de la Bolsa de Comercio por las operaciones efectivamente realizadas en este centro bursátil, pero se fue desvirtuando hasta convertirse en instrumento para evadir derechos de bolsa pertenecientes a la BCS por los servicios que presta y el mercado que contribuye a

organizar, al usarse por corredores duales, que operan en más de una bolsa, para que una operación, encomendada efectivamente por un tercero, al declararse por el corredor como ejecutada por cuenta propia, o sea para sí, pagara el mínimo de derechos en la Bolsa de Comercio y sirviera para obtener el reembolso máximo de derechos en las otras bolsas. Así, una operación que no había sido verdaderamente ejecutada por cuenta propia sino que por cuenta de terceros, eludía el pago del derecho de bolsa ascendente al 0,5% establecido para las operaciones por cuenta de terceros.

Lo anterior fue lo que motivó a la Bolsa de Comercio para establecer una comisión de 0,5% sobre todas aquellas operaciones por cuenta propia realizadas en un mismo día en que las puntas de compra y venta se realicen en bolsas distintas. Con la aplicación de esta medida se restableció el nivel de competencia existente entre las bolsas, que se había desvirtuado por la evasión ya señalada, no impidiéndose los arbitrajes genuinos que se producen sobre la base de dos operaciones separadas: en una bolsa se compran acciones a un determinado precio, y aprovechando las diferencias de precios en otro mercado, las acciones son luego vendidas en este segundo mercado a otro precio, lo que tiene un inevitable costo de transacción implícito, porque supone actuar sucesivamente en dos mercados diferentes.

Por todo lo cual la Bolsa de Comercio sostiene que no ha incurrido en discriminación ilegítima ni en abuso de posición dominante.

A su respuesta la Bolsa de Comercio adjuntó el Reglamento y el Manual de Operaciones en Acciones de la Institución; también copias de documentos ya aportados a la investigación por la SVS, y copias de comunicaciones a la Superintendencia dirigidas por la BCS relacionadas con la modificación de la política de ésta sobre derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros. Esta documentación rola en fojas 58 a 236.

2.3.- La Bolsa de Valparaíso, a fojas 359 y siguientes, proporcionó a la Fiscalía las informaciones que se resumen a continuación:

Pese al hecho que la Ley de Mercado de Valores indica que el mercado debe propender a ser unificado, equitativo, ordenado y transparente y a que la misma Ley regula las operaciones interbolsas; a que los reglamentos internos vigentes de cada bolsa también

establecen estas operaciones, y al hecho de haber sido exigidas por oficios de la Superintendencia, las referidas operaciones interbolsas, que existieron hasta el año 1982, no han podido reanudarse por la resistencia de la Bolsa de Comercio, no quedando otra alternativa para algunos corredores de Valparaíso, también pertenecientes a la Bolsa de Comercio, que realizar operaciones de arbitraje.

En el año 1989 la Bolsa de Comercio decidió gravar con un derecho especial con tope de 110 Unidades de Fomento únicamente las operaciones de arbitraje que fueran o vinieran de la Bolsa de Valparaíso, medida que produjo un efecto distorsionador en el mercado. Posteriormente, en 1997, ante el aumento paulatino de las operaciones de la Bolsa de Valparaíso, la BCS estableció el peaje de un 0,5% por cada operación de arbitraje, sin límite alguno; nuevo cobro que puso término a tales operaciones ya que el costo adicional no pudo ser absorbido provocando la disminución significativa de los montos transados por la Bolsa de Valparaíso y del número de corredores que en ella operaban.

Las operaciones por cuenta propia en la Bolsa de Valparaíso no pagan derechos de bolsa.

La Bolsa de Valparaíso impugnó ante la Superintendencia el proyecto de la BCS que establecía el peaje. Critica el único fundamento de la SVS para aprobar el referido cambio de política de derechos de bolsa por cuenta propia y por cuenta de terceros, que se refiere a la libertad establecida en el artículo 66 de la Ley 18.045, que atañe sólo a las comisiones que pactan los corredores con sus clientes por los servicios de intermediación que éstos les prestan, pero no a los derechos de bolsa.

A su informe la Bolsa de Valparaíso acompañó copias de documentos entregados por la Superintendencia en su consulta, copias de comunicaciones intercambiadas con la Bolsa de Comercio, y el Reglamento de la Institución, antecedentes que están agregados en fojas 256 a 358.

3.- En el mismo expediente ya citado, rol N° 105-98 C.P.C., a fojas 393 y siguientes, se acumuló a la consulta de la SVS una denuncia interpuesta por la Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores, de Valparaíso, en contra de la Bolsa de Comercio, la

cual, sobre la base de los mismos antecedentes de hecho invocados en el informe a la Fiscalía Nacional Económica, reseñados en el apartado 2.3.- precedente, imputa a la denunciada, solicitando su condena, abusos de posición monopólica o dominante en el mercado cometidos mediante los siguientes arbitrios:

a) Negarse a restablecer las operaciones interbolsas, a pesar de lo dispuesto en las normas que cita de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores, de las instrucciones de la Superintendencia que acompaña, de lo establecido en los Reglamentos de ambas Bolsas y del mandato expreso y directo del artículo 1° de la Ley N° 19.601 que intercaló en la Ley N° 18.045 el nuevo artículo 44 bis;

b) Gravar las operaciones de arbitraje con derechos o peajes cada vez más onerosos;

c) En cuanto a los efectos, objetivos y peligros de estas decisiones de la BCS la denunciante afirma que son los siguientes:

El mercado de valores se ha fragmentado;

Se persigue eliminar competidores y monopolizar la casi totalidad del mercado bursátil;

Los inversionistas y público en general han quedado sometidos a los precios que se fijan en la Bolsa de Comercio, sin otra posibilidad.

Numerosos corredores de la Bolsa de Valparaíso, con oficinas en varias ciudades del país, han debido cesar en sus actividades y la misma Bolsa ha sufrido considerables pérdidas que amenazan provocar su cierre o liquidación. La Bolsa Electrónica también ha registrado pérdidas. En tanto, la Bolsa de Comercio, en el curso del año, ha repartido utilidades ascendentes a \$ 3.552.000.000.-, en dividendos que suman \$74.000.000.- por cada accionista.

4.- La Bolsa de Comercio, a fojas 443 y siguientes, informó la denuncia formulada en su contra por la Bolsa de Valparaíso y solicitó su rechazo. En síntesis, sostuvo lo siguiente:

La Ley N° 19.601 se refiere fundamentalmente a la oferta pública de valores extranjeros en el país, a través de la denominada "Bolsa Offshore". Esta ley agregó a la legislación de valores la norma del artículo 44 bis, que insta a las bolsas a coordinarse para facilitar operaciones entre corredores de distintas bolsas.

Con respecto al artículo 44 bis, señala que en la discusión parlamentaria, Senadores de la Quinta Región presentaron una indicación para permitir la interconexión entre bolsas mediante la colocación de "órdenes directas". La moción señalaba: "las bolsas deberán facilitar las operaciones entre ellas generando un mercado transparente que permita colocar órdenes directas entre sus ruedas"; también señalaba que "En las operaciones interbolsas los derechos respectivos no podrán exceder del valor que corresponda a las operaciones propias de cada bolsa".

El texto aprobado del artículo 44 bis no incluyó la colocación de órdenes directas, ni tampoco estableció derechos máximos por operaciones interbolsas. Dispuso, en cambio, orientaciones a las bolsas para que se pongan de acuerdo respecto de reglas que regulen sus relaciones.

Las operaciones interbolsas que existieron y a las que alude la denuncia, de acuerdo con un estudio de profesores universitarios que acompaña, fueron el resultado de meros actos de cortesía profesional entre ambas bolsas, sin que existiese obligación legal alguna y sin que tuviesen la menor relevancia en el comercio de valores.

4.1.- A fojas 511 y siguientes, la Bolsa de Comercio formula diversas consideraciones relacionadas con sus medidas dispuestas para protegerse frente a "operaciones pared", ficticias, simuladas e irregulares, realizadas en perjuicio directo de la BCS.

Afirma que las operaciones interbolsas lícitas por no presentar problemas no han sido afectadas por las medidas correctivas adoptadas por la BCS en septiembre de 1997.

Sostiene que la clave para establecer la simulación o ilicitud de las "operaciones pared interbolsas", es demostrar que ambas operaciones, tanto la realizada en la Bolsa de Comercio como "su pared" en otra Bolsa, se ejecutaban a idéntico precio y el mismo día, pues así queda establecido que la voluntad de las partes en las transacciones que

conforman las operaciones pared, no es real, y que se hace aparecer como operaciones por cuenta propia aquellas que en realidad son por cuenta de un tercero (el cliente).

La existencia antes de agosto de 1997 de "operaciones pared interbolsas", también denominadas operaciones cruzadas, la estima acreditada con una lista que acompaña, agregada a fojas 487 y siguientes, que, según explica, muestra múltiples transacciones en las cuales se compraron en un día acciones en una Bolsa de Valores las que se vendieron, el mismo día y a idéntico precio, en una Bolsa diferente, lo que pone de manifiesto que no pueden ser operaciones por cuenta propia dado que no registran un diferencial de precios.

5.- A fojas 479, la Bolsa Electrónica acompañó, a requerimiento de la Fiscalía, un informe sobre el denominado peaje interbolsas establecido por la Bolsa de Comercio de Santiago en el que se efectúa un análisis de los siguientes temas: los derechos de bolsa; sistemas de fijación y cuantía de los derechos de bolsa en el mercado de valores chileno; las operaciones interbolsas; la posición dominante o poder de mercado de la Bolsa de Comercio de Santiago; el peaje interbolsas y sus efectos en la libre competencia, y en que se arriba a las conclusiones que se indican a continuación:

Los derechos de bolsa constituyen un insumo o costo de las transacciones de valores en las bolsas de valores;

Las bolsas de valores en cuanto mercados formales tienen por objeto propender a la disminución de los costos de comprar o vender valores;

Las operaciones interbolsas y el arbitraje entre ellas constituyen operaciones queridas y amparadas por la legislación de mercado de valores y por la propia reglamentación interna de las bolsas de valores y tienen por objeto satisfacer a los oferentes y demandantes que no encuentran contraparte en la bolsa de que se trate y propender, con ello, a la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente, que en definitiva es un mercado más profundo en el cual toda la información se refleje en los precios de transacción,

La Bolsa de Comercio cobra precios más caros que la Bolsa Electrónica y no compite con ella reduciendo esos derechos o costos, sino encareciendo las operaciones interbolsas, para evitar que los corredores arbitren entre una y otra bolsa;

El "peaje" dispuesto por la BCS a las operaciones de arbitraje no tiene otro fin que afectar al mercado y a la competencia, gravando con derechos de bolsa especiales las

operaciones por cuenta propia que realicen los corredores de la BCS en ella misma, si la otra punta se efectuó ese mismo día en otra bolsa e, incluso, gravando con derechos de bolsa la punta de la operación efectuada por el corredor en otra bolsa;

El "peaje" constituye un arbitrio monopólico realizado por la BCS desde su posición dominante o poder de mercado, que afecta la libre competencia en el mercado relevante y que ha significado para la Bolsa Electrónica una caída de aproximadamente 10 puntos porcentuales de participación de mercado, según consta en autos.

6.- La Comisión Preventiva Central, luego de conocer y analizar los antecedentes de la investigación practicada tanto respecto de la consulta como de la denuncia antes expuestas, que comprenden los informes y documentos aportados por la SVS y por cada una de las tres Bolsas de Valores existentes en el país y la vista del Fiscal Nacional Económico, emitió el Dictamen C.P.C.Nº 1.073, de 2 de julio de 1999, que obra en fojas 1 y siguientes de estos autos Rol Nº 586-99 CR, en el cual concluyó que la existencia de los derechos de bolsa en las operaciones por cuenta propia interbolsas, no ha sido justificada económicamente por la Bolsa de Comercio en forma acorde con la naturaleza que la Ley de Mercado de Valores Nº 18.045, en su artículo 40, inciso segundo Nº 11, les atribuye; que ella introduce al mercado una distorsión y un aumento de costos que constituye una barrera al crecimiento de las bolsas emergentes; que persigue evitar que se produzcan estas transacciones que aprovechan los mejores beneficios que aplican las otras dos bolsas de valores en cuanto a la devolución de los derechos de bolsa pagados; que ha fragmentado el mercado bursátil, el cual, según los términos que utiliza la Ley citada en la definición de las características esenciales de este mercado, debe ser "uno" y "unificado"; que impone restricciones a las operaciones de arbitrajes interbolsas.

Respecto de las operaciones interbolsas, la Comisión Preventiva, fundada en normas que cita de la Ley Nº 18.045, se pronuncia asegurando su legalidad y destacando la conveniencia de su puesta en marcha; descarta expresamente la afirmación de la Bolsa de Comercio que les atribuye el carácter de actos de mera cortesía.

Fundamentada en dichas conclusiones la Comisión Preventiva Central, acogiendo la denuncia de la Bolsa de Valparaíso, estima que la Bolsa de Comercio debe dejar sin efecto el sistema tarifario sobre cobro de derechos de bolsa en operaciones interbolsas por cuenta propia, por cuanto dicho sistema, en la forma impuesta

actualmente, es contrario a las normas de la libre competencia contenidas en el texto vigente del Decreto Ley N° 211, de 1973. Respecto de la consulta de la Superintendencia, la Comisión declara que se remite a lo resuelto en el dictamen respecto de la denuncia.

7.- La Bolsa de Comercio, mediante presentación que corre a fojas 38 y siguientes, dedujo recurso de reposición contra el Dictamen N° 1.073 citado; en subsidio, solicitó la reapertura de la investigación, y, en subsidio de la reposición y de la solicitud de reapertura, interpuso recurso de reclamación para ante esta Comisión Resolutiva, solicitando tener por reproducidos los mismos argumentos legales y económicos que sustentan su recurso de reposición y su petición concreta que solicita dejar sin efecto en todas sus partes el Dictamen recurrido.

Explica la BCS que estableció el sistema tarifario de derechos de bolsa por cuenta propia, como correctivo y en forma lícita y perfectible, no atentatorio de la libre competencia, de defensa frente a actos de competencia desleal por parte de corredores duales, que afectaban a corredores no duales, y por parte de otras bolsas que, de este modo, aumentaban artificialmente su participación de mercado. Así, corredores duales, incentivados o tolerados por otras bolsas de valores, simulaban transacciones entre dos bolsas, que la Bolsa de Comercio denomina "operaciones pared interbolsas", para aprovechar, ilícitamente, los descuentos de derechos de bolsa creados como incentivo para los corredores de la Bolsa de Comercio que realizan genuinas operaciones por cuenta propia. Con ello se cometía fraude contra la Bolsa de Comercio al declarar por cuenta propia una operación ejecutada por cuenta de un tercero, eludiendo de este modo el pago de derechos de bolsa que legítimamente pertenecen a la BCS, y que corresponden al precio de los servicios que presta a los corredores por el uso de la infraestructura que les proporciona y el aprovechamiento del mercado organizado por ella. También se atentaba contra la transparencia del mercado porque se generaban fijaciones unilaterales de precio y acuerdos para impedir que dichas operaciones fueran interferidas por terceros.

Reclama que estos actos no hayan sido investigados. Considera acreditado el artificio simulatorio del que reclama, con el mérito de la fotocopia de un documento que tiene el logo de la Bolsa Electrónica de Chile y carece de firma, que acompaña a fojas 18 y siguientes, cuyo texto se titula "Maximización de Utilidades", y con la lista ya acompañada, elaborada por la BCS, sobre "Operaciones Cruzadas Bolsa Electrónica Junio de 1997", que,

según señala, muestra todas las operaciones realizadas ese mes en la Bolsa de Comercio, que tienen su contrapartida directa en la Bolsa Electrónica (operaciones pared interbolsas).

Sostiene que el sistema bursátil chileno se asienta en el principio de la competencia entre bolsas independientes, cada una de las cuales organiza su mercado y compete con las otras bolsas a través, entre otros factores, de los derechos de bolsa. Alega la inexistencia en la Ley de Mercado de Valores del concepto de un mercado unificado, como lo afirma el Dictamen recurrido. Funda su aserción en los artículos 23 letra c), 38 y 40 N° 5 de la Ley N° 18.045.

En cuanto a la naturaleza jurídica de los derechos de bolsa y a la facultad que asiste a la BCS para fijar los derechos que cobra, señala que no radica en lo dispuesto en el artículo 40, inciso segundo N° 11 de la Ley de Mercado de Valores como sostiene el Dictamen N° 1.073, citado, sino que se funda en lo dispuesto en el N° 14 dicho artículo. Argumenta que tales derechos de bolsa constituyen precios no regulados de los servicios que las bolsas ofrecen a sus corredores. Las bolsas de valores son autónomas pues de acuerdo con la Constitución Política constituyen grupos intermedios con fines económicos. Esa autonomía incluye la facultad para establecer los precios de los servicios que prestan. Fundamenta estas aseveraciones en lo dispuesto en el artículo 1° inciso 3° de la Constitución Política y en un fallo de la Excma. Corte Suprema que acompaña a fojas 21 y siguientes, recaído en un recurso de inaplicabilidad, que reconoce a las bolsas de valores la calidad de sociedades de capital que persiguen fines de lucro, lo cual se manifiesta en el reparto de utilidades a sus accionistas.

8.- A fojas 650 del expediente Rol N° 105-98 C.P.C. que forma parte de estos autos, la Bolsa de Valparaíso, solicitó que por la vía de la reposición o de la complementación del Dictamen N° 1.073, ya citado, se agregue en sus conclusiones que es necesario que se restablezcan o reinicien las operaciones interbolsas.

9.- Para pronunciarse sobre las peticiones mencionadas en los dos numerandos precedentes, la Comisión Preventiva escuchó los alegatos de los apoderados de la Bolsa de Comercio, de la Bolsa de Valparaíso y de la Bolsa Electrónica.

Los argumentos de las defensas orales de la denunciante y de la denunciada detallaron los fundamentos sustanciales ya explicitados en sus presentaciones escritas que obran en el expediente.

La Bolsa Electrónica de Chile expuso, en resumen, lo siguiente:

Los derechos de bolsa como insumo se asocian a un costo en la producción de servicios para la compra y venta de valores. Por el sistema de devoluciones, el costo de operar es más alto en la Bolsa de Comercio. El insumo de los derechos de bolsa encarece los precios de las acciones. El mercado bursátil es uno sólo y no tiene dueño y la Ley de Mercado de Valores asegura la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente. El mercado está unificado en el sentido de permitir a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes y se obtiene su unidad permitiendo a los corredores participar en más de una bolsa, pudiendo adquirir la acción correspondiente. El precio final de una transacción de arbitraje interbolsa se refleja en un menor costo de producción, economía que los corredores pueden traspasar íntegramente a sus clientes.

La Bolsa de Comercio no rebaja sus derechos de bolsa para competir ni para protegerse de una supuesta competencia desleal, porque con ello reduciría el dividendo que reparte a sus accionistas, causando especial perjuicio a sus corredores que no generan suficientes derechos de bolsa y que por ello son económicamente ineficientes. La competencia desleal invocada es un pretexto pues la Bolsa de Comercio no ha tomado ninguna de las medidas legales y reglamentarias procedentes para evitar dicha eventual conducta. El verdadero propósito del peaje es impedir las operaciones interbolsas y maximizar utilidades como lo hace un monopolio.

10.- La Comisión Preventiva Central, en Dictamen C.P.C. N° 1.078, de 18 de agosto de 1999, que rola en fojas 58 y siguientes, - luego de reafirmar su decisión que sostiene que los derechos de bolsa corresponden a las cuotas reguladas por el artículo 40, inciso segundo N° 11 de la Ley de Mercado de Valores; de enfatizar su pronunciamiento anterior sobre la legalidad de las operaciones interbolsas, señalando que la Superintendencia debe instar activamente para obtener en un plazo prudente el acuerdo de las Bolsas de Valores a fin de establecer tales operaciones bajo condiciones razonables, objetivas, no discriminatorias y generales que garanticen la existencia unificada y la integridad del mercado bursátil, y de rechazar la alegación sobre la inexistencia legal de un

mercado unificado -, establece lo siguiente: que la manera de perseguir las acciones ilícitas o que constituyen fraude a la ley cuya existencia afirma la Bolsa de Comercio, debiera ser acudir a la normativa de la propia Bolsa, o a la Superintendencia o a los Tribunales de Justicia; que la Ley 18.045 obliga a que las bolsas cuenten con normas para establecer en forma cierta cuando la operación es por cuenta propia o por cuenta de terceros; que el peaje aplicable a las operaciones interbolsas no es una forma cierta ni idónea para diferenciar el tipo de transacción; que el peaje afecta a las operaciones de arbitraje interbolsas; que existe la posibilidad de arbitraje también a precios idénticos si para el corredor el margen de transacción es mayor debido al menor costo de los derechos de bolsa, y que la forma más simple y directa y que mejor defiende la libre competencia en el mercado, para evitar las operaciones que la Bolsa de Comercio califica de simuladas, ilícitas y fraudulentas, es que dicha Bolsa compita con las estructuras de cobros de derechos de bolsa que mantienen las demás bolsas de valores. En definitiva, la Comisión resolvió acoger el recurso de reposición de la Bolsa de Valparaíso, negar lugar a la reposición y a la solicitud de reapertura de la investigación de la Bolsa de Comercio y conceder el recurso de reclamación de esta última para ante esta Comisión Resolutiva, elevando los autos con el referido Dictamen N° 1.078 como informe del recurso.

11.- A fojas 75 de autos esta Comisión resolvió abocarse de oficio, en virtud de sus propias atribuciones, al conocimiento de los hechos materia del Dictamen recurrido y confirió traslado del informe recaído en el recurso interpuesto a la Bolsa de Comercio, a la Bolsa de Valparaíso y a la Bolsa Electrónica de Chile.

12.- A fojas 79 la Bolsa de Comercio responde el traslado. Reitera los argumentos expuestos en su recurso de reclamación destacando los aspectos correctivos de su política de derechos de bolsa en operaciones por cuenta propia y de terceros vigente a contar de septiembre de 1997. Controvierte lo expuesto en el Dictamen N° 1.078, citado, respecto de las operaciones de arbitraje, sosteniendo que su nueva política de derechos de bolsa no impide las operaciones de arbitraje, sino que a lo sumo establece algunos requisitos adicionales para su realización, porque están sometidas a ciertos costos que resultan de la obligación de pagar derechos en los dos mercados en que participan. Insiste especialmente en su alegación relativa a la naturaleza jurídica de los derechos de bolsa que cobran las bolsas de valores. Sostiene que es un evidente error afirmar que tales derechos son las cuotas reguladas en el artículo 40, inciso segundo N° 11 de la Ley de Valores, lo

que a su juicio se demuestra si se analizan el sujeto, el hecho gravado y el destino de los ingresos de dichas cuotas y se comparan con los derechos de bolsa. Las referidas cuotas se cobran únicamente a los accionistas corredores de la bolsa, por el solo hecho de ser miembros de ésta y no pueden ser fuente de utilidad para la entidad bursátil. Los derechos de bolsa se cobran a corredores o a inversionistas que tienen convenio directo con la bolsa, únicamente y con motivo de una transacción bursátil, y constituyen la fuente más importante de utilidades para las bolsas de valores, que hace posible el reparto de dividendos a sus accionistas.

13.- A fojas 99 y siguientes la Bolsa Electrónica evacúa el traslado expresando que concuerda con los Dictámenes N°s 1.073 y 1.078 de la Comisión Preventiva Central. Desarrolla con mayor detalle todos los temas expuestos por esa entidad bursátil a los que se hace referencia en el numerando 5.- de esta resolución, y solicita resolver que el "peaje interbolsas" aplicado por la Bolsa de Comercio constituye un arbitrio o medida que afecta la libre competencia, debiéndose dejar inmediatamente sin efecto, sin perjuicio de las demás sanciones que corresponda aplicar de conformidad a la ley. Acompaña un estudio titulado "Los efectos competitivos del peaje interbolsas" de los economistas Sergio de la Cuadra Fabres, Alexander Galetovic Pötsch y Felipe Zurita Lillo, que, según expresa, concluye que dicho peaje lesiona la competencia y la eficiencia del mercado accionario, segmentándolo y disminuyendo su liquidez.

13.1.- Respecto del estudio acompañado, la BCS, a fojas 154, lo objetó por emanar de la parte que lo presenta; informó al efecto que uno de sus autores, el señor Sergio de la Cuadra, fue uno de los fundadores de la Bolsa Electrónica y director de ésta desde enero de 1989 hasta abril de 1994. En subsidio, solicitó negarle valor probatorio por ser un instrumento privado emanado de terceros y por ser parcial y contener manifiestos errores.

13.2.- La Bolsa Electrónica, a fojas 177 y siguientes, destaca la relevancia del informe o estudio por ella acompañado; rebate las objeciones planteadas a su respecto señalando que ellas no refutan su sólida argumentación ni sus conclusiones. Por último, acompaña los curriculum de los tres ingenieros comerciales, académicos y especialistas autores del señalado estudio.

14.- A fojas 124 y siguientes la Bolsa de Valparaíso contestó el traslado.

En relación con la alegación de la denunciada que sostiene que mediante su nueva política de derechos de bolsa está atacando conductas ilícitas, la denunciante sostiene que la BCS se arroga indebidamente la facultad de calificar y determinar ilicitudes y de castigarlas por sí misma.

Alude a pasajes de la discusión parlamentaria en la Comisión de Hacienda del Senado, de la norma que se aprobó como artículo 44 bis de la Ley de Mercado de Valores, que destacan opiniones que sostienen que existen pocos casos como el presente en que el Estado pueda tener más derecho a regular, porque otorga a las Bolsas de Valores un privilegio extraordinario de trascendencia económica, al establecer la obligación para las Administradoras de Fondos de Pensiones de operar solamente a través de estas Bolsas.

Sostiene que las legislaciones de valores en el mundo sólo tienen por objeto dar garantías para la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente, a quienes constituyen el verdadero mercado de valores: los inversionistas; y que, por tanto, le resulta extraño el protagonismo que pretende para sí la BCS cuyo rol es coadyuvar con la función de quienes actúan como ejecutores de las órdenes de los inversionistas.

Explica que la Bolsa de Comercio, desde su creación en 1893, actuó en forma independiente de la Bolsa de Valparaíso, pero coordinándose con ésta y asegurando la unificación del mercado a través de las llamadas "operaciones interbolsas", mediante las cuales todas aquellas ofertas de compras o ventas que no encontraban una aceptación o contraparte en la bolsa de origen, eran comunicadas a la segunda bolsa para que ellas fueran ofrecidas y, eventualmente, completadas. Entraba así en acción todo el mercado en forma unificada y cada bolsa se beneficiaba con la parte que le correspondía. Los derechos de bolsa se percibían en cada bolsa. Así, el corredor de Valparaíso pagaba sus derechos en la Bolsa de Valparaíso y el corredor de Santiago pagaba sus derechos en la Bolsa de Comercio.

Las operaciones interbolsas, reguladas en los reglamentos de ambas bolsas desde el año 1942, se realizaron regularmente desde la creación de la Bolsa de Comercio en el año 1892 hasta el año 1982, cuando la Bolsa de Valparaíso se vió obligada a cerrar al no

poder cumplir una modificación legal que la obligaba a elevar al doble su capital. Ellas consisten en que el corredor concurre a la rueda de la Bolsa de que es miembro y pregona su orden y si ésta no es tomada por ningún otro corredor de su rueda, la orden se deriva a la otra bolsa para que los corredores que la integran tengan acceso a tomarla. En la práctica el sistema operó del siguiente modo: en una pizarra especial se anotaban los nombres de los corredores, uno de Valparaíso y otro de Santiago; el corredor de Santiago, si compraba, pagaba el precio a la Bolsa de

Santiago y ésta lo depositaba en una cuenta de la Bolsa de Valparaíso, la que pagaba al corredor de Valparaíso. Dicho corredor entregaba los traspasos a la Bolsa de Valparaíso y ésta los remitía a la Bolsa de Santiago, que los recibía y entregaba, a su vez, al corredor de Santiago. Si compraba el corredor de Valparaíso, se efectuaban iguales operaciones en el sentido inverso.

La Bolsa de Valparaíso reinició sus actividades en 1998. La dictación de la Ley N° 18.350, de 1984, que fijó nuevos requisitos, permitió su reapertura.

Cita normas de la Ley de Mercado de Valores y de los Reglamentos de las Bolsas de Comercio y de Valparaíso referentes a las operaciones interbolsas. Invoca las comunicaciones de la Superintendencia que propenden a su establecimiento. Destaca que la obligatoriedad de su reimplantación está reforzada por la costumbre mercantil generada a su respecto por la vigencia efectiva de tales operaciones durante un largo tiempo.

Por último, la Bolsa de Valparaíso reitera los antecedentes y consideraciones ya expuestos en sus presentaciones anteriores sobre los arbitrajes como sustitutos de las operaciones interbolsas; de los peajes establecidos por la Bolsa de Comercio y sus perniciosas consecuencias; repite la descripción de los hechos que imputa a la Bolsa de Comercio y que califica como abusos de posición monopólica o dominante, y solicita confirmar lo resuelto por la Comisión Preventiva Central.

15.- A fojas 156 esta Comisión ordenó traer los autos en relación, declarando innecesario el trámite de recepción de la causa a prueba al estimar que la controversia versa solamente sobre puntos de derecho; decisión que ratificó a fojas 161 al rechazar la reposición deducida al respecto por la Bolsa de Comercio.

16.- La vista de la causa tuvo lugar el día diez de noviembre de mil novecientos noventa y nueve, alegando los apoderados de las partes. Se agregaron a los autos las minutas de alegato y demás documentos entregados en el acto por las partes. Se retuvieron los autos para fallo.

Y CONSIDERANDO :

PRIMERO: Que la materia de esta causa que por vía de avocación esta Comisión conoce, versa sobre el contenido de lo resuelto por la Comisión Preventiva Central en sus Dictámenes N°s. 1.073, de 2 de Julio, y 1.078, de 18 de Agosto, ambos del presente año, y sobre el recurso de reclamación de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, que solicita, por las razones antes expuestas, dejar sin efecto el primero de dichos dictámenes y, por consecuencia, también el segundo.

El orden de importancia que la Comisión asigna a las materias acumuladas en el expediente, determina el tratamiento en primer término de la denuncia de la Bolsa de Valparaíso en contra de la Bolsa de Comercio referente al tema de las operaciones interbolsas; para luego abordar el tema de la política de derechos de bolsa implantada el 1 de septiembre de 1997 por la Bolsa de Comercio consultado por el señor Superintendente de Valores y Seguros, defendido por la Bolsa de Comercio e impugnado por la Bolsa de Valparaíso y por la Bolsa Electrónica.

Las consideraciones siguientes tratarán los asuntos planteados como una controversia substancial y pertinente sobre puntos de derecho referentes a hechos acreditados en autos y reconocidos por las partes, según ya ha quedado resuelto;

EN CUANTO A LAS OPERACIONES INTERBOLSAS:

SEGUNDO. Que el señor Superintendente de Valores y Seguros en su consulta, a fojas 27 del expediente Rol N° 105-98 C.P.C., expresa lo siguiente :

"También se considera dentro de la filosofía que sustentan los mercados de valores, que sus sistemas transaccionales sean integrados. En efecto, la letra d) del artículo

42 de la ley N° 18.045, expresa textualmente : "Toda bolsa de valores para operar, deberá acreditar, a satisfacción de la Superintendencia que : d. Cuenta con los medios necesarios y con los procedimientos adecuados tendientes a asegurar un mercado unificado que permita a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes," en especial, cuando existe más de un centro bursátil, como acontece con nuestro mercado, debiendo además, **proporcionar diariamente amplia información sobre valores que se transen en más de una bolsa** [letra d) del artículo 43]. Por su parte, así lo ha sostenido este Servicio según se expresó en el Oficio N° 3.894, de 20 de noviembre de 1987, a propósito de la necesidad de contar con interconexión de las bolsas de Santiago y de Valparaíso, las únicas existentes en esa época."

El Oficio N° 3.894, de 1987, citado por el señor Superintendente, al igual que su Oficio N° 3.895, de la misma fecha, - que obran a fojas 1 y 2 del expediente Rol 105-98 C.P.C. -, dirigidos respectivamente a la Bolsa de Valparaíso y a la Bolsa de Comercio, ambos referidos a situaciones relacionadas con la interconexión entre ambas bolsas, en sus numerandos N°s 3, de idéntico tenor, expresan lo siguiente: "3. En cuanto a las transacciones interbolsas, que esta Superintendencia considera necesario establecer en un futuro muy próximo (tres a seis meses), se acordó que ambas instituciones estudiarían la posibilidad de colocar "órdenes directas" por el medio más expedito y en particular a través de terminales de los respectivos equipos computacionales.";

TERCERO. Que para analizar las operaciones interbolsas y el mercado unificado, asuntos que están íntimamente relacionados, es necesario reproducir o mencionar las normas legales y estatutarias que a ellos se refieren, lo que se hace a continuación;

CUARTO. Normas de la Ley de Mercado de Valores que se refieren explícitamente al mercado unificado:

El artículo 23 menciona "El mercado secundario de valores"; el artículo 39 señala que las bolsas de valores deben "...asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente."; el artículo 42 letra d) establece la obligación de las bolsas de valores de contar "...con los medios necesarios y con los procedimientos adecuados tendientes a asegurar un mercado **unificado** que permita a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes,..."; el artículo 44 en sus letras a) N°1 y f) dispone que todas las

transacciones se efectúen en un mercado abierto en que el inversionista pueda obtener la más conveniente ejecución de sus órdenes y se refiere a las informaciones que las bolsas deben proporcionar al mercado; el artículo 44 bis en cuanto establece la obligación que tienen las bolsas de valores de convenir sistemas "...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.

Todas estas menciones que se refieren al mercado de valores en singular determinan el contexto de la ley que hace inequívoca su interpretación en el sentido de que tal mercado es uno o, lo que es lo mismo, está unificado. Las alegaciones de la Bolsa de Comercio que controvierten lo anterior y que sostienen que el régimen legal vigente determina como sistema la existencia de un mercado por cada bolsa, se encuentran desvirtuadas, pues las disposiciones legales que cita no son incompatibles con el mercado unificado.

La integración del mercado de esta forma permite que muchos oferentes y demandantes efectúen las transferencias de valores, aumenta la profundidad del mercado y favorece la competencia. Por el contrario, la segmentación del mercado bursátil restringe la competencia y constituye una barrera que la entorpece;

QUINTO. Normas de la Ley de Mercado de Valores sobre las operaciones interbolsas:

Artículo 40 N° 5 inciso 2°, referente a los corredores duales; artículo 42 letra d), ya citado precedentemente; artículo 43 letras a) y d) que se refieren a las obligaciones de las bolsas de valores de : "Establecer instalaciones y sistemas que permitan el encuentro ordenado de las ofertas de compra y venta de valores y la ejecución de las transacciones correspondientes;" y de "Informar y certificar las cotizaciones y transacciones de bolsa y proporcionar diariamente amplia información sobre dichas cotizaciones y transacciones, incluyendo las que se efectúen sobre valores transados en más de una bolsa,"; artículo 44 bis también citado precedentemente.

En relación con las operaciones interbolsas cabe señalar que existen varias disposiciones de la Ley N° 18.045 que persiguen obtener que el mercado de valores asegure la mejor ejecución de las órdenes del público inversionista. También procede mencionar las normas reglamentarias de las tres bolsas de valores existentes en el país que se refieren a dichas operaciones y que son esencialmente idénticas entre si, lo que revela su adhesión formal a un mecanismo unificado como existía con anterioridad, para cuyo efecto se transcriben a continuación:

*** Título VIII del Reglamento Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores., que tiene como epígrafe "RELACIONES ENTRE BOLSAS DE VALORES, OPERACIONES INTERBOLSAS", que consta a fojas 58 y siguientes de los autos rol N° 105-98 de la Comisión Preventiva Central:**

"ARTICULO 263: Sólo podrán transarse en Bolsa los valores inscritos en ella, salvo las excepciones legales.

Con todo, podrá el Directorio de la Bolsa convenir con otras bolsas qué valores inscritos en ellas pueden cotizarse en ésta y viceversa.

ARTICULO 264: El Directorio de la Bolsa, conforme a principios de reciprocidad, convendrá con las demás bolsas sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos, uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar las operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitir al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes y propender a la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

ARTICULO 266: Las órdenes que reciba un corredor, que en conformidad a la ley, los Estatutos o los Reglamentos deba ser transada en rueda, serán llevadas a la rueda de la bolsa a la que el corredor pertenezca.

Con todo, se entenderá cumplida esta exigencia en las operaciones interbolsas, siempre que se reúnan todos los requisitos convenidos entre las Bolsas de Valores y que la orden sea llevada a la rueda en una de ellas.

ARTICULO 267: Cuando un corredor efectúe una operación interbolsa, deberá informar de la operación a su propia bolsa.

Las operaciones así informadas, sin embargo, no serán consideradas para fines de registros y cotizaciones oficiales.

El conforme será registrado por la bolsa en cuya rueda se hubiese transado el valor, la que también dará su cotización oficial.

ARTICULO 268: Se aplicarán a las operaciones interbolsas las normas legales y reglamentarias que le fueren aplicables, con similares exigencias que en las operaciones realizadas entre corredores de la misma Bolsa.

ARTICULO 269: Del incumplimiento de una operación interbolsa conocerá el Directorio de la Bolsa donde se hubiere registrado la operación, el que deberá velar por su fiel cumplimiento y aplicar las sanciones que correspondan.”

***Título VIII. RELACIONES ENTRE BOLSAS DE VALORES, OPERACIONES INTERBOLSAS, de los “Estatutos” o Reglamento de la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores, según consta a fojas 40 del expediente de la Comisión Preventiva Central ya citado:**

“ARTICULO 265°: El Directorio de la Bolsa, conforme a principios de reciprocidad, convendrá con las demás bolsas sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos, uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar las operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitir al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes y propender a la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

ARTICULO 267°: Las órdenes que reciba un corredor, que en conformidad a la ley, los Estatutos o los Reglamentos deba ser transado en rueda, serán llevadas a la rueda de la Bolsa a la que el corredor pertenezca.

Con todo, se entenderá cumplida esta exigencia en las operaciones interbolsas, siempre que se reúnan todos los requisitos convenidos entre las Bolsas de Valores y que la orden sea llevada a la rueda en una de ellas.

ARTICULO 268°: Cuando un Corredor efectúe una operación interbolsa, deberá informar de la operación a su propia bolsa.

Las operaciones así informadas, sin embargo, podrán no ser consideradas para fines de registro y cotizaciones oficiales.

El conforme será registrado por la bolsa en cuya rueda se hubiese transado el valor, la que también dará su cotización oficial.

ARTICULO 269°: Se aplicarán a las operaciones interbolsas las normas legales y reglamentarias que le fueren aplicables, con similares exigencias que en las operaciones realizadas entre corredores de la misma bolsa.

ARTICULO 270°: Del incumplimiento de una operación interbolsa conocerá el Directorio de la Bolsa donde se hubiere registrado la operación, el que deberá velar por su fiel cumplimiento y aplicar las sanciones que correspondan.”

***Título VIII del Reglamento de la Bolsa de Corredores – Bolsa de Valores, de Valparaíso, denominado “RELACIONES ENTRE BOLSAS DE VALORES, OPERACIONES INTERBOLSAS”, según consta a fojas 341 del expediente citado:**

“ARTICULO 260° Se podrán transar en Bolsa los valores inscritos en ella, salvo las excepciones legales.

Con todo, podrá el Directorio de la Bolsa convenir con otras Bolsas qué valores inscritos en ellas pueden cotizarse en ésta y viceversa.

ARTICULO 261° El Directorio de la Bolsa, conforme a principios de reciprocidad, convendrá con las demás Bolsas sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos, uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar las operaciones entre Corredores de distintas Bolsas, permitir al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes y propender a la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

ARTICULO 263° Las ordenes que reciba un Corredor, que en conformidad a la ley, los Estatutos o los Reglamentos deba ser transada en Rueda, serán llevadas a la Rueda de la Bolsa a la que el Corredor pertenezca.

Con todo, se entenderá cumplida esta exigencia en las operaciones interbolsas, siempre que se reúnan todos los requisitos convenidos entre las Bolsas de Valores y que la orden sea llevada a la Rueda en una de ellas.

ARTICULO 264° Cuando un Corredor efectúe una operación interbolsa, deberá informar de la operación a su propia Bolsa.

Las operaciones así informadas, sin embargo, no serán consideradas para fines de registro y cotizaciones oficiales.

El conforme será registrado por la Bolsa en cuya Rueda se hubiese transado el valor, la que también dará su cotización oficial.

ARTICULO 265° Se aplicarán a las operaciones interbolsas las normas legales y reglamentarias que le fueren aplicables, con similares exigencias que en las operaciones realizadas entre Corredores de la misma Bolsa.

ARTICULO 266° Del incumplimiento de una operación interbolsa conocerá el Directorio de la Bolsa donde se hubiere registrado la operación, el que deberá velar por su fiel cumplimiento y aplicar las sanciones que correspondan.

De igual forma, el Directorio de la Bolsa donde se registró la operación comunicará al Directorio de la o las Bolsas los hechos, a fin de que éste vele por su fiel cumplimiento de ellas y aplique las sanciones respectivas cuando correspondan.”

Por último, al no existir controversia sobre el hecho de que las operaciones interbolsas rigieron durante un largo tiempo, se debe considerar a éstas como una sana práctica bursátil, amparada por el artículo 36 letra c) de la Ley 18.045 y por la fuerza de la costumbre mercantil;

EN CUANTO A LA POLITICA DE DERECHOS DE BOLSA DE LA BOLSA DE COMERCIO.

SEXTO. Que la Superintendencia, en su consulta, como se expresa en el numerando 1.- de esta resolución, da cuenta que la Bolsa de Comercio, a contar del 1 de septiembre de 1997, modificó la política de derechos de bolsa aplicable a las operaciones por cuenta propia y de terceros, pero sólo con respecto de aquellas cuya contrapartida se realice el mismo día en otro centro bursátil, a las cuales fijó una tasa única de derechos de bolsa ascendente al 0,5% y las excluyó de la aplicación de la tabla de derechos privilegiados.

La modificación señalada se encuentra establecida en la Circular (R) N° 1.478, de 25 de Agosto de 1997, de la Bolsa de Comercio, agregada a fojas 18 y siguientes del expediente Rol N° 105-98 C.P.C.;

SEPTIMO. Que antes de analizar las operaciones por cuenta propia afectas al que se ha dado en llamar "peaje interbolsas", es conveniente tener en consideración la aplicación de los derechos de bolsa por la Bolsa de Comercio a las operaciones por cuenta de terceros cuya contrapartida se realice el mismo día en otra bolsa de valores, en virtud de la modificación dispuesta en el N° 3 de la letra B. de la sección titulada "MANUAL DE OPERACIONES EN ACCIONES" de la referida Circular N° 1.478.

De acuerdo con lo expuesto, a ellas se les aplica la tasa única de 0,5% y quedan excluidas de los descuentos establecidos en la tabla de derechos privilegiados; a diferencia de las operaciones por cuenta de terceros cuyas dos puntas se ejecutan en la

Bolsa de Comercio, las que sí se favorecen con la aplicación de la referida tabla que permite rebajar y devolver derechos de bolsa pagados.

Este comportamiento de la Bolsa de Comercio se aprecia similar a la conducta objetada por Oficio N° 3074, de 26 de Agosto de 1988, de la Superintendencia, quien, en su oportunidad, ordenó dejarla sin efecto. En dicho Oficio, que obra a fojas 6 del expediente Rol N° 105-98, se expresa lo siguiente : "...esta Superintendencia ha estimado que dicha comunicación en lo relativo al punto Derechos de Bolsa. a) Operaciones por cuenta de terceros, no se ajusta a la ley N° 18.045: En efecto, el artículo 40° N° 5 de la Ley N° 18.045, permite a los corredores ejercer su actividad en más de una bolsa, adquiriendo en cada una de ellas la acción correspondiente, facultad que repite el artículo 265° del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores. Tales disposiciones no hacen sino confirmar la independencia y autonomía de los corredores para operar en cualquiera de las bolsas de que sean miembros, quedando cada una de las operaciones que ellos realicen sujetas a las disposiciones reglamentarias de la Bolsa donde se hubiere registrado la operación."

Más adelante expresa: " Los derechos de bolsa son un tipo de cuotas a que están obligados los corredores, y que se adeudan como consecuencia de una operación llevada a cabo en la bolsa que los cobra y en cuyo beneficio exclusivo se encuentran establecidos como contrapartida del uso que de su infraestructura hace el corredor." Refiriéndose al artículo 257° del Reglamento de la Bolsa de Comercio señala que éste "...deja de manifiesto que las operaciones que realicen los corredores quedarán afectos al pago de derechos de bolsa, en la medida que queden comprendidos dentro de dicha Bolsa, toda vez que el Reglamento en cuestión es aplicable únicamente a las operaciones de la Bolsa de Comercio de Santiago".

Concluye " Finalmente, hay que tener presente que el cobro del diferencial de derechos de bolsa presupuestado, no contribuye al objetivo de lograr un sistema más competitivo dentro del mercado bursátil y a un abaratamiento en el proceso de intermediación dentro de nuestros mercados, sino más bien constituye un acto que impide la libre competencia con la Bolsa de Valparaíso, desincentivando la participación de los corredores de la Bolsa de Santiago. "

En las operaciones por cuenta de terceros a que se ha hecho mención, la no aplicación por la Bolsa de Comercio de la tabla de descuentos privilegiados encarece discriminatoriamente los derechos de bolsa que las afectan sin que exista una justificación objetiva para ello, lo que determina que tal comportamiento sea objetable desde el punto de vista de la competencia pues, evidentemente, entorpece o limita la participación de otras bolsas de valores.

Y no caben respecto de esas transacciones, bajo ningún respecto, las descalificaciones que la Bolsa de Comercio atribuye a las que denomina operaciones pared interbolsas.

Por lo tanto, los conceptos legales emitidos por la Superintendencia en el último Oficio citado, son compartidos por esta Comisión quien los hace aplicables a la situación analizada en el presente considerando;

OCTAVO. Que por lo tocante a las operaciones por cuenta propia interbolsas, afectas en la Bolsa de Comercio al derecho máximo de bolsa ascendente a un 0,5%, y excluidas por esa entidad bursátil de la aplicación de la tabla de derechos privilegiados mediante la cual se calcula la devolución de derechos de bolsa pagados, a las que se refieren tanto la consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros como las presentaciones de la Bolsa de Valparaíso y la Bolsa Electrónica, corresponde analizar si la política de derechos de bolsa que ella constituye atenta contra la libre competencia como ocurre con las operaciones interbolsas por cuenta de terceros ya analizada.

La Circular citada sobre peajes, no dispone que éstos afectan a transacciones por cuenta propia efectuadas al mismo precio. En su número 2 de la letra B, de la sección "Manual de Operaciones en Acciones", ordena aplicarlos a las transacciones cuya contrapartida se realice el mismo día en otra bolsa de valores. Queda en evidencia que los mayores derechos de bolsa la BCS los cobra sin considerar que las transacciones de valores por cuenta propia realizadas en un mismo día se ejecuten a iguales o a distintos precios en las dos bolsas participantes. Queda contradicha con ello la argumentación de la Bolsa de Comercio que justifica el peaje en la igualdad de precios respecto de unas mismas acciones cobrada en ambas bolsas, aspecto que la Circular no establece ni menciona como requisito para su cobro. Es así que una operación por cuenta propia realizada con la intervención de

dos bolsas en un mismo día, aunque registre un diferencial de precios, está afecta al peaje que cobra la BCS.

Cabe dejar establecido primeramente, que los derechos de bolsa no están regidos por el artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores, en virtud del cual "Las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación de valores serán libres", pues la función de intermediación a que se refiere esta norma, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24 de la citada Ley, no corresponde a las bolsas de valores. Está encomendada a los corredores de bolsa y a los agentes de valores, a quienes la ley les reconoce libertad para pactar con sus clientes las comisiones por su labor. Se efectúa esta precisión, en razón de que el Oficio de la Superintendencia que no objetó el referido cobro por la Bolsa de Comercio, cita el mencionado artículo 66;

NOVENO. Respecto de los siguientes argumentos invocados por la BCS para justificar la modificación de su política de cobro de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros, esta Comisión formula las consideraciones que cada uno de ellos le merecen:

a) En cuanto a la libertad que la Bolsa de Comercio estima le corresponde para fijar libremente sus precios y, entre ellos, los derechos de bolsa, y por lo que respecta a su afirmación que sostiene que por estar constituida como sociedad anónima con fines de lucro, debe generar utilidades y repartirlas a sus accionistas mediante dividendos; utilidades que, en su caso, provienen principalmente de los ingresos derivados del cobro de los derechos de bolsa:

Esta Comisión, además de los conceptos ya emitidos al respecto, comparte y da por reproducidos los fundamentos que la Comisión Preventiva Central tuvo en consideración en sus Dictámenes N°s 1.073 y 1.078, citados, para determinar que los derechos de bolsa corresponden a las cuotas a que se refiere el artículo 40, inciso 2° N° 11 de la Ley N° 18.045, y descartar los argumentos de la Bolsa de Comercio que sostienen lo contrario; también está acorde con lo expuesto por dicha Comisión en cuanto a reconocer la libertad de la Bolsa de Comercio para establecer determinados cobros, en la medida que éstos no vulneren la legalidad vigente.

Es un hecho acreditado y no controvertido en el proceso la posición dominante de la Bolsa de Comercio en el mercado bursátil, atendido su grado de participación en éste que fluctúa en porcentajes del orden del setenta por ciento o más.

En el supuesto de libérrima facultad para determinar precios y no justificarlos económicamente, sostenido por la Bolsa de Comercio pero descartado por esta Comisión, corresponde dejar establecido que los abusos cometidos en el ejercicio de esa pretendida facultad y que van contra el mercado, especialmente si se sustentan en el ejercicio de posición dominante, son ilegítimos y configuran una conducta monopólica contraria a las normas de defensa de la libre competencia contenidas en el Decreto Ley N° 211, de 1973.

La Superintendencia y las partes han reconocido en autos que los mayores costos asociados a las transacciones que se realizan en la Bolsa de Comercio, determinan que es más caro operar en transacciones en dicha entidad bursátil que en las otras dos bolsas de valores.

Ello es consecuencia de la política de derechos de bolsa y de la aplicación de la tabla de derechos privilegiados que impone la BCS a las operaciones por cuenta propia y por cuenta de terceros, en forma independiente de los precios a que ellas se ejecutan, cuyas contrapartidas se realizan el mismo día en una bolsa de valores chilena distinta, y que también impone a los arbitrajes que realizan los corredores duales; porque ambas medidas, constitutivas de los llamados peajes interbolsas, incentivan y fuerzan la realización de ambos lados de la transacción en la Bolsa de Comercio, coartando, limitando y/o excluyendo la participación en competencia de las otras bolsas de valores que son más económicas porque cobran menos derechos. La BCS al cobrar más por usar dos bolsas en vez de una permite apreciar nítidamente los efectos anticompetitivos del peaje.

En cuanto al fin de lucro que como sociedad anónima tienen las bolsas de valores, esta finalidad no permite considerar que las habilita para que, mediante la determinación de la magnitud de los derechos de bolsa que cobran, obtengan ganancias o utilidades aseguradas, en perjuicio de un mercado competitivo, abierto y transparente.

b) Sobre la práctica que atribuye a corredores duales que incentivados por otras bolsas de valores, mediante el arbitrio de actuar por cuenta propia en circunstancias de estar obrando por cuenta de terceros, realizaban transacciones simuladas, ilícitas y fraudulentas – que denomina “operaciones pared interbolsas -, evadiendo con ellas el pago de derechos de bolsa correspondientes a la Bolsa de Comercio, y sobre el “correctivo de mercado” que afirma haber adoptado para eliminar tal situación consistente en la elevación de sus precios o derechos de bolsa a tales transacciones; con el cual señala que logró recuperar sus niveles de participación en el mercado bursátil:

Existen en la Ley de Mercado de Valores numerosas normas de orden público, cuya aplicación es obligatoria, que abordan el trato que debe darse a situaciones que eventualmente puedan revestir caracteres irregulares:

- **Cancelación de la inscripción de un corredor de bolsa.** La Superintendencia de Valores y Seguros debe ordenarla cuando el intermediario de valores tome parte en forma culpable o dolosa en transacciones no compatibles con las sanas prácticas de los mercados de valores. Artículo 36, inciso 2º letra a).

- **Expulsión por las bolsas de sus miembros.** Las bolsas deben ordenarla si éstos realizan violaciones a las disposiciones contenidas en los artículos 52 y 53. Artículo 49 letra b).

Los artículos 52 y 53, pertenecientes al Título VIII de la Ley 18.045, bajo el epígrafe “De las actividades prohibidas”, se refieren, entre otras, a las siguientes conductas anómalas: efectuar transacciones de valores fijando artificialmente los precios; efectuar transacciones ficticias, efectuar transacciones por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento.

- **Sanciones administrativas y penales.** “La Superintendencia deberá aplicar a los infractores de esta ley, de sus normas complementarias, de los estatutos y reglamentos internos que las rigen y de las resoluciones que dicta conforme a sus facultades, las sanciones y apremios establecidos en su Ley Orgánica y las administrativas que se establecen en la presente ley”. Artículo 58 inc. 1º.

En caso de hechos que pudieran ser constitutivos de los delitos señalados en los artículos 59 y 60, el inciso segundo del artículo 58 dispone que los funcionarios de la Superintendencia que tomen conocimiento de ellos en el cumplimiento de sus funciones, tienen obligación de denunciarlos a la Justicia del Crimen en el plazo que la ley señala.

El artículo 59 establece penas aplicables a los delitos que tipifica en los siguientes términos: **Penas de presidio** menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, aplicables, entre otras conductas: a las personas que infrinjan las prohibiciones consignadas en los artículos 52 y 53 ya citados.

Con respecto a este tema no pueden dejar de mencionarse, además, las amplísimas facultades de la Superintendencia de Valores y Seguros en materia de supervigilancia del cumplimiento de la Ley de Mercado de Valores y también normativas, a que se refieren, entre otros, los artículos 2, 33, 36, 39, inciso segundo; 40, 42, 44, etc. de dicha ley.

El tenor de las disposiciones citadas conduce a concluir perentoriamente que no constituye un medio idóneo pretender corregir mediante precios la ejecución de eventuales operaciones bursátiles que revistan caracteres ficticios, simulados y fraudulentos. Al actuar del modo que ha reconocido la Bolsa de Comercio, importa que, sin facultades, ella ha calificado situaciones que pueden constituir delitos y pretendido hacerse justicia por sí misma eludiendo la aplicación de normas de orden público que la Ley de Mercado de Valores establece específicamente para corregir, reprimir y castigar conductas constitutivas de faltas administrativas y delitos penales.

DECIMO. En otro orden de consideraciones, esta Comisión debe señalar que el fallo de 30 de agosto de 1999 dictado por la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago, y confirmado por la Excma. Corte Suprema por sentencia de 27 de septiembre de 1999, por el cual ese Alto Tribunal rechazó el recurso de amparo económico Rol N° 3095-99 deducido por la Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores de Valparaíso en contra de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, no es obstáculo para que esta Comisión, en ejercicio de las atribuciones especiales que le confiere el Decreto Ley N° 211 de 1973, emita el pronunciamiento a que se refiere la presente resolución.

Que en efecto, y tal como afirma acertadamente el mencionado fallo judicial, la materia que regula la Ley 18.971, al establecer el recurso de amparo económico, dice relación específicamente con la protección de la garantía que consagra el Art. 19 N° 21 de la Constitución Política de la República, en cuanto asegura a todas las personas el derecho a desarrollar cualquiera actividad económica que no sea contraria a la moral, al orden público o a la seguridad nacional, respetando las normas legales que la regulan.

En este sentido el referido fallo expresa, entre otras consideraciones, que la conducta omisiva que se atribuye a la Bolsa de Comercio de Santiago no ha impedido a la Bolsa de Valores de Valparaíso desarrollar su respectiva actividad económica, por lo que concluye que no se ha infringido el citado Art. 19 N° 21 de la Constitución Política.

En consecuencia, la mencionada Ley 18.971 tutela mediante el referido recurso el derecho constitucional a desarrollar cualquiera actividad económica lícita, en los términos que dispone el aludido Art. 19 N° 21 de la Constitución.

Esta Comisión, en cambio, en su carácter de Tribunal Especial, está investido de facultades legales específicas para pronunciarse sobre una materia distinta de la señalada en la Ley 18.971, cual es resolver si los actos, contratos, convenciones y/o conductas de los agentes del mercado impiden, restringen o entorpecen la libre competencia en las actividades económicas, o constituyen eventuales abusos de posición dominante o monopólica, y adoptar, en su caso, algunas de las medidas de prevención, corrección o represión que establece la ley.

Que por ello el bien jurídico protegido por el Decreto Ley N° 211, de 1973, es diverso del establecido en la Ley 18.971, constituyendo aquella legislación el ordenamiento legal especial que deben respetar las personas en el desarrollo de sus actividades económicas, en los términos que dispone el propio Art. 19 N° 21 de la Constitución, al establecer que esas actividades pueden ejercerse, sin perjuicio de las normas que las regulan, y que configuran el denominado orden público económico.

Que, esta Comisión, además, estima que en la especie no corresponde aplicar la institución de la cosa juzgada a que se refiere el Art. 177 del Código de Procedimiento Civil, toda vez que entre el fallo emitido por la Il. Corte de Apelaciones de Santiago,

ratificado por la Excma. Corte Suprema, y la sentencia que en estos autos debe dictar esta Comisión Resolutiva, no existe la triple identidad que establece esta disposición, en especial, la cosa pedida y la causa de pedir, ya que tanto el beneficio jurídico inmediato pretendido por las partes, como el fundamento inmediato de sus derechos deducidos en juicio, respectivamente, no son los mismos en dichos procesos, tanto en el fondo como en la forma.

En efecto, mientras en el juicio seguido sobre el recurso de amparo económico la cosa pedida fue básicamente que se reestablecieran las llamadas operaciones interbolsas, y la causa de pedir, una supuesta infracción a la garantía constitucional contemplada en el Art. N° 19 N° 21 de la Constitución, en el procedimiento entablado ante esta Comisión, al cual se refiere la presente resolución, la cosa pedida dice relación con las peticiones de que se deje sin efecto el denominado peaje interbolsas y se reanuden las operaciones interbolsas, por ser necesarias para la competencia en el mercado bursátil, siendo la causa de pedir en este proceso el eventual riesgo de comportamiento monopólico que se atribuye a la Bolsa de Comercio de Santiago.

Estima esta Comisión, en consecuencia, que no concurren en el presente caso los requisitos copulativos de la triple identidad que exige el señalado Art. 177 del Código de Procedimiento Civil.

Por estas consideraciones, y teniendo presente, además, lo dispuesto en los Artículos 2 letra f), 9, 17, letras a) N° 1 y e) y 18 del Decreto Ley N° 211, de 1973, esta Comisión

RESUELVE:

Que se confirman en todas sus partes los Dictámenes N° 1.073, de 2 de julio de 1999, y N° 1.078, de 18 de agosto de 1999, de la Comisión Preventiva Central; con las siguientes declaraciones:

1.- Que las Bolsas de Valores deberán 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

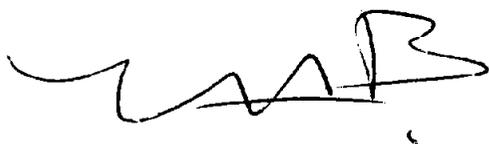
de las operaciones entre corredores de distintas Bolsas, con el propósito de crear las condiciones necesarias para la existencia de un mercado bursátil unificado, equitativo, competitivo, ordenado y transparente que permita al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes.

2.- Que, en el ejercicio de sus facultades legales, esta Comisión pone término y deja sin efecto, a contar de la fecha de la notificación de esta sentencia a las partes, el cobro denominado "peaje interbolsas" que efectúa la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, en razón de que este cobro, ascendente al 0,5% de las operaciones que se realizan por cuenta propia y la no aplicación de la tabla de derechos privilegiados a ellas y a las operaciones por cuenta de terceros, cuyas contrapartidas se ejecuten en el mismo día en otro centro bursátil, constituye una práctica comercial contraria a las normas aprobadas por el Decreto Ley N° 211, de 1973, pues limita, restringe y entorpece la libre competencia en el mercado bursátil.

3.- Que la Superintendencia de Valores y Seguros debe fiscalizar el cumplimiento de esta Resolución, conforme a sus propias atribuciones, sin perjuicio de las facultades que pueda ejercer el señor Fiscal Nacional Económico, de acuerdo con lo dispuesto en el Art. 27, letra d) del texto vigente del Decreto Ley N° 211, de 1973.

Notifíquese a la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, a la Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores, de Valparaíso, a la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores, al señor Superintendente de Valores y Seguros y al señor Fiscal Nacional Económico.

Transcribese a los señores Ministros de Hacienda y de Economía, Fomento y Reconstrucción. ROL N° 586-99.



//ciada por los señores, José Luis Pérez Zañartu, Ministro de la Excm. Corte Suprema y Presidente de la Comisión; Eduardo Moyano Berríos, Vicepresidente Ejecutivo del Comité del Inversiones Extranjeras; Enrique Fanta Ivanovic, Director del Servicio Nacional de Aduanas; Arnaldo Gorziglia Balbi, Decano de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Gabriela Mistral; y don Gonzalo Edwards Guzmán, Decano (S) de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

No firma el señor Fanta por encontrarse ausente, no obstante haber concurrido al acuerdo.



JAIME BARAHONA URZUA
Secretario Abogado
COMISION RESOLUTIVA