

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

Santiago, dieciocho de marzo de dos mil dieciséis.

PROPOSICIÓN DE MODIFICACIÓN NORMATIVA N° 18/2016 SOBRE
INTERMEDIACIÓN DE VALORES
RoI ERN N° 23-2015

Contenido

- I. De la propuesta de la Fiscalía Nacional Económica
- II. Resumen de las opiniones de intervinientes y aportantes de antecedentes
 - II.1 Antecedentes y argumentos presentados por los intervinientes
 - II.2 Antecedentes y argumentos presentados por los aportantes de antecedentes
- III. Análisis de la recomendación normativa presentada por la Fiscalía Nacional Económica
 - III.1 Descripción del mercado
 - III.2 Operaciones Interbolsas e Interconexión
 - III.2.i. Historia normativa
 - III.2.ii. Experiencia Internacional en materia de interconexión
 - III.2.iii. Antecedentes acompañados en el expediente sobre OIB e Interconexión
 - III.2.iv. Efectos en la competencia
 - III.2.v. Conclusiones - Interconexión
 - III.3 Desmutualización
 - III.3.i. Antecedentes
 - III.3.ii. Desmutualización en Chile
 - III.3.iii. Propuesta de desmutualización BCS
 - III.3.iv. Conclusiones - Desmutualización
- IV. Proposición de recomendación normativa

I. De la propuesta de la Fiscalía Nacional Económica

1. Con fecha 20 de febrero de 2015, mediante presentación de fojas 97, la Fiscalía Nacional Económica (en adelante e indistintamente, “FNE” o la “Fiscalía”) solicitó a este Tribunal que, en ejercicio de la facultad conferida en el artículo 18° N° 4 del Decreto Ley N° 211 (en adelante, “D.L. N° 211”), propusiera a S.E. la Presidenta de la República, a través del Ministro de Hacienda, la dictación de los preceptos legales y/o reglamentarios necesarios para introducir un mayor grado de competencia en el mercado de intermediación de valores en Chile. En particular, solicita a este Tribunal recomendar: (i) que se modifique el artículo 44 bis de la Ley N°18.045, de Mercado de Valores (en adelante e indistintamente, “LMV”), o se dicten o modifiquen los preceptos legales o

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

reglamentarios, con el objeto de establecer un sistema de operaciones interbolsas (en adelante e indistintamente, "OIB") 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, solicita que se dicte o modifique la normativa reglamentaria pertinente necesaria para una exitosa interconexión de los sistemas de negociación de las bolsas nacionales mediante sistemas de calce vinculante, automático e instantáneo; y, (ii) que se modifique el artículo 40 numeral 5) de la LMV, o se dicten o modifiquen los preceptos legales o reglamentarios necesarios para exigir la desmutualización obligatoria de las bolsas, y que se dicte o modifique la normativa reglamentaria pertinente a fin de establecer las exigencias mínimas de seguridad y de garantías o de patrimonio equivalentes para los corredores que participen en el sistema, de acuerdo a su particular exposición al riesgo.

2. Como antecedente de su propuesta, la FNE hace presente que su solicitud tiene origen en la denuncia presentada por nueve H. Diputados de la República, en la que se señaló que existirían múltiples irregularidades en el sistema bursátil chileno, provocadas por la posición dominante que tendría la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores (en adelante e indistintamente, "BCS"). En este sentido, señala que si bien no encontró conductas contrarias al D.L. N° 211 en específico, si identificó problemas estructurales de competencia existentes en el mercado de intermediación de valores en bolsa.

3. Por su parte, al explicar el mercado de intermediación de valores, señala que ésta se realiza en mercados formales, a través de intermediarios –los corredores de bolsa–, existiendo plataformas –las bolsas– en las que se reúne la oferta y la demanda de valores y donde se realiza el calce entre el ahorro y la inversión. De esta manera, afirma la Fiscalía, la existencia de bolsas de valores y corredores de bolsa unificaría el mercado, reduciendo los costos de búsqueda para los emisores y ahorrantes.

4. En cuanto a las bolsas, señala que existen tres en el país, concentrando la BCS la gran mayoría de las transacciones y los montos en todos los instrumentos transados. Agrega que las bolsas son sociedades anónimas abiertas en las que la BCS ha emitido 43 acciones, la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores S.A. (en adelante e indistintamente, "BEC") 41 acciones y la Bolsa de Corredores – Bolsa de Valores S.A. (en adelante e indistintamente, "BVV" o "Bolsa de Valparaíso") 60 acciones.

5. En lo relativo a los principios de la legislación del mercado de valores, la Fiscalía cita el artículo 39 de la LMV, el que establece que las bolsas de valores, al reglamentar su actividad y la de los corredores, deben buscar asegurar que el mercado sea equitativo, competitivo, ordenado y transparente. En esta línea, nombra otros principios relevantes,

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

como aquel relativo a la obligación de asegurar un mercado unificado y el principio de mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas.

6. Por otra parte, la FNE también señala como antecedente que los principios señalados precedentemente han sido también reconocidos y examinados por las autoridades nacionales de competencia. Así, cita al respecto los Dictámenes N^{os} 1.073 y 1.078 de la H. Comisión Preventiva Central (en adelante e indistintamente, “CPC”), y las Resoluciones N^{os} 556 y 647 de la H. Comisión Resolutiva (en adelante e indistintamente, “CR”).

7. Atendida la investigación realizada por la Fiscalía, ésta identificó dos problemas relativos a la falta de competencia en el mercado, los que no permitirían la promoción de conductas óptimas en el mercado de valores: (i) la fragmentación del mercado de valores; y, (ii) la mutualización.

8. Sobre el primer problema, la FNE recalca que si bien la ley permitiría la existencia de múltiples bolsas de valores, lo que generaría competencia entre ellas, también produciría fragmentación, la que conllevaría una reducción en la liquidez de cada uno de los mercados individuales; aparejaría una barrera de entrada para nuevas bolsas; entorpecería el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes; y, afectaría la correcta formación de los precios y, consecuentemente, los flujos de información para la eficiente asignación de los recursos.

9. Por lo mismo, la FNE estima que uno de los mecanismos para equilibrar la competencia entre las bolsas sería la interconexión de sus ruedas, la que permitiría 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 este sentido, según la Fiscalía, el artículo 44 bis de la LMV indicaría que las bolsas “convendrán” los procedimientos que sean necesarios para que se realicen operaciones entre corredores de distintas bolsas, pero sin establecer qué sistema debían convenir ni cómo se convendría.

10. En cuanto a la interconexión, la Fiscalía sostiene que la CPC en su Dictamen N^o 1.073 se pronunció acerca del sistema de cobros que estableció la BCS para gravar las OIB (“peajes interbolsas”), considerando que éste atentaba contra la libre competencia, lo cual habría sido confirmado por el Dictamen N^o 1.078. Agrega que, conociendo de la reclamación interpuesta por la BCS, la CR dictó la Resolución N^o 556, en la que se ordenó a las bolsas de valores “*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*”. Durante el procedimiento de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

cumplimiento de la Resolución N° 556, la CR dictó la Resolución N° 647, la cual habría determinado cómo debían reanudarse las OIB.

11. Sobre el mecanismo bajo el cual se reanudarían las OIB, la FNE señala que las bolsas de valores habrían tenido reuniones para tal efecto, en las que se habría acordado que toda operación de compra o venta se mantuviera por una ventana de 3 minutos en la rueda de origen, para luego ser remitida como OIB a las demás bolsas, en caso de así estimarlo el corredor.

12. En cumplimiento de la orden dada por la CR a la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante e indistintamente, "SVS") de supervigilar lo resuelto en la Resolución N° 556, la Fiscalía explica que aquella dictó la Circular N° 253 del año 2004, la que habría establecido que las OIB deben garantizar la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas, no pudiendo los corredores 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.

13. Posteriormente, y en cumplimiento de la Circular N° 253, las bolsas de valores habrían firmado un acuerdo para implementar entre sí sistemas de intercambio de información y de OIB en acciones y cuotas de fondos de inversión, siendo los principales puntos, según indica la Fiscalía, los siguientes: (i) las ofertas OIB serían digitadas directamente por los corredores en una aplicación de su bolsa de origen y transmitidos automáticamente a las demás bolsas; (ii) las OIB se difundirían directamente en la rueda de cada una de las bolsas de valores, en forma conjunta con aquellas órdenes que le son propias; y, (iii) las OIB no serían vinculantes y no condicionarían el mercado de la bolsa que las recibe.

14. En relación al sistema adoptado por las Bolsas, la FNE sostiene que este no habría logrado que las OIB interconecten el mercado de valores. En particular, sostiene que el calce de las OIB sería voluntario, ya que cuando una orden es introducida en la bolsa de origen del corredor, si ésta no es calzada transcurridos tres minutos, el corredor tendría la opción de digitarla en el sistema OIB y dirigirla a las otras dos bolsas. Así, de acuerdo a la información recabada por la Fiscalía, las OIB presentarían una fuerte tendencia a la baja y correrían casi exclusivamente hacia la BCS. Lo anterior sería sin perjuicio de que, tal como señala el informe "Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)" de Alexander Galetovic encargado por la BEC, acompañado a fojas 14, casi un tercio de las operaciones realizadas en la BEC podrían haber logrado mejores condiciones si se hubieren realizado en otra bolsa.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

15. Atendido lo expuesto, la Fiscalía afirma que la fragmentación se erigiría como una barrera para nuevas bolsas o plataformas alternativas. Lo anterior debido a los efectos de red que se generan, los que se irían perpetuando en la medida que más partes transen en una bolsa. Estas barreras desaparecerían, en opinión de la FNE, si hubiese interconexión efectiva, ya que al poder acceder a la liquidez total del mercado, las plataformas nuevas no requerirían contar con una masa crítica de usuarios para hacer factible el negocio.

16. En cuanto a los beneficios de una interconexión de las bolsas con calce vinculante, automático e instantáneo, la Fiscalía señala que esta medida eliminaría los costos incurridos por inversionistas debido a los calces no realizados al mejor precio, al integrar la liquidez total del mercado disminuirían las barreras a la entrada para nuevas plataformas, el costo de implementación sería menor al costo en que incurren los inversionistas producto de la falta de interconexión efectiva. Respecto de los costos de esta medida, la Fiscalía identifica los siguientes: podría reducir la competencia por liquidez entre las distintas bolsas, lo que a su vez podría generar un efecto de *free rider* o de parásito, sin perjuicio de lo cual éste se encontraría mitigado por la competencia que se daría en otras variables competitivas. También identifica como costo, un eventual incremento en los costos de fiscalización de la SVS.

17. Sobre el segundo problema, esto es que la mutualización no permitiría la promoción de condiciones competitivas óptimas en el mercado de valores, la Fiscalía indica que si bien se eliminó como requisito necesario para operar como corredor de una bolsa el ser accionista de ésta mediante la entrada en vigencia de la Ley N°20.190, en los hechos, las tres bolsas exigirían ser accionista para otorgar la calidad de corredor de ellas, lo que se conoce como “mutualización”. Señala que a pesar que la LMV permitiría a los corredores ejercer su actividad a través de un contrato con alguna de las bolsas, dichos contratos han exigido que el corredor sea miembro de otra bolsa.

18. De esta manera, la Fiscalía explica que la mutualización impondría significativas barreras a la entrada de nuevos corredores, sobre todo si se considera que el valor de la acción de la BCS sería de \$2.000.000.000 y que su liquidez sería reducida. En este sentido, y explicando que podrían existir barreras de entrada más eficientes, la FNE sostiene que exigir a los corredores una garantía diferenciada según el volumen de riesgo y de los montos transados por cada uno de ellos sería más adecuado que la exigencia actual de una garantía uniforme y a la vez elevada, debido a que aquella podría ayudar a que los corredores cumplan con condiciones objetivas, tales como la solvencia, adecuada gestión de riesgo, competencia técnica y adecuado manejo de riesgo operacional.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

19. Agrega que la mutualización, que constituye una integración vertical de los mercados de plataforma y de corredores, generaría los siguientes riesgos para la libre competencia: (i) exclusión de competidores actuales e incremento de barreras de entrada a competidores potenciales; (ii) discriminación arbitraria respecto de determinados competidores; y, (iii) negativa a contratar respecto de determinados servicios. Finalmente, la Fiscalía identifica como riesgo situaciones de *interlocking* indirecto. Así, sostiene que la participación de competidores en un directorio común podría incluso facilitar acuerdos o prácticas concertadas de tipo *hub and spoke*.

20. Respecto a los beneficios de la desmutualización, la FNE explica que ésta reduciría las barreras a la entrada al mercado de intermediación de valores en bolsa, ya que los que administran las bolsas sólo buscarían maximizar los beneficios de la bolsa como tal, sin que ésta tenga incentivos para levantar barreras de entrada a otros corredores, aumentaría los incentivos a las bolsas de desarrollar su rol de plataforma bursátil y con ello competir innovando y diversificando los servicios ofrecidos, además podría disminuir ciertos riesgos asociados a la integración vertical de los servicios bursátiles y de corretaje. Adicionalmente reconoce que los gobiernos corporativos de las bolsas presentarían ventajas. En cuanto a los costos de la implementación, la Fiscalía afirma que se podrían requerir cambios regulatorios adicionales con lo cual los incentivos a autorregularse disminuirían, en este mismo sentido señala que podría haber un riesgo de que a través de la autorregulación se regule a sus competidores. Agrega que, dada la desmutualización, podría haber también un problema de viabilidad financiera de las bolsas.

21. Documentos y otros antecedentes aportados por la FNE: a fojas 14 rola el informe “*Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar a las bolsas)*”, elaborado por el Sr. Alexander Galetovic.

II. Resumen de las opiniones de intervinientes y aportantes de antecedentes

II.1 Antecedentes y argumentos presentados por los intervinientes

22. Con fecha 10 de abril de 2015, según consta a fojas 245, Carlos F. Marín Orrego S.A. Corredores de Bolsa (“Carlos Marín”), aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

23. En primer término, Carlos Marín señala que las OIB se habrían realizado durante años entre la BCS y la BVV, siendo sólo interrumpidas al cerrarse la BVV el 31 de diciembre de 1982. Producto del cierre de la BVV, la BCS se habría quedado con la totalidad del mercado y ante la reapertura de la BVV habría planeado mantener el monopolio mediante el establecimiento de un peaje interbolsas, el que habría sido

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

considerado una práctica contraria al D.L. N° 211 por la CPC y la CR. A juicio de Carlos Marín, otra de las acciones de la BCS para mantener tal monopolio habría sido la negativa de realizar OIB. De esta manera, alega que respecto de las OIB, la BVV las estableció como vinculantes, mientras que las restantes bolsas inventaron la figura del pregón no vinculante.

24. Luego se refiere a la denuncia hecha a la FNE por algunos H. diputados y la investigación de la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados sobre el mercado bursátil. En este sentido, señala que las conclusiones de la Fiscalía, en cuanto a que no ha encontrado conductas contrarias al D.L. N° 211 en específico, resultaría incomprensible dado el supuesto incumplimiento de la obligación de interconectar las bolsas. Así, también critica la falta de referencias en la propuesta de la Fiscalía a los antecedentes presentados por los diputados.

25. Finalmente, opina que no sería necesaria una nueva ley para que las OIB sean con calce vinculante, automático e instantáneo, sino que bastaría cumplir con la legislación vigente y con las resoluciones de las CPC y CR.

26. Con fecha 10 de abril de 2015, según consta a fojas 267, Munita, Cruzat y Claro S.A. Corredores de bolsa ("MCC"), aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

27. MCC sostiene que sería miembro de la BEC y que los volúmenes de transacciones de esta plataforma serían bajos, por lo que su liquidez también lo sería. En su opinión, el escenario de baja liquidez sería atribuible, en parte sustancial, a que las OIB actuales no permiten unificar el mercado de valores. Lo anterior lo justifica en que el sistema de OIB no cumpliría ninguna función ni beneficio. Dado ello tuvo que incurrir en costos adicionales para ser operador directo de la BCS. Finalmente concluye que los problemas descritos se solucionarían mediante el establecimiento de OIB con calce vinculante, automático e instantáneo, lo que a su vez permitiría a los corredores cumplir de mejor manera el principio de mejor ejecución de las órdenes.

28. Con fecha 10 de abril de 2015, según consta a fojas 348, BCI Corredores de bolsa S.A. ("BCI"), aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

29. BCI afirma ser corredor de las tres bolsas del país y, como tal, da cuenta de los bajos niveles de liquidez en el mercado de capitales. Atendida esta situación, estaría en favor de la propuesta de la Fiscalía ya que ésta daría mayor grado de competitividad, integración, transparencia y seguridad, lo que a su vez generaría mayor liquidez en el mercado. Así, considera que la integración de las bolsas en tiempo real podría generar un impacto positivo en la liquidez del mercado. Añade que para que la interconexión sea

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

viabile todas las bolsas deberían implementar controles operativos, reglamentarios y éticos que garanticen una igualdad de condiciones para los operadores de las bolsas. Consecuentemente, explica BCI, se deberían establecer exigencias similares para todo tipo de corredores de bolsa y fijar mecanismos de liquidación y ejecución de órdenes que garanticen una igualdad de condiciones entre los corredores.

30. En lo relativo a la desmutualización, indica que esta medida debiese traer mayor liquidez, ya que un corredor no tendría que ser dueño de una determinada acción en la propiedad de una bolsa de valores para operar en ella. Así, se eliminaría la principal barrera de entrada a nuevos corredores de bolsa. Asimismo, opina que la desmutualización implicaría desalinearse los intereses de los corredores con los de la propia bolsa de valores, favoreciendo un mejor gobierno corporativo y un desarrollo en la gestión fiscalizadora y de autorregulación que las bolsas ejercen sobre los corredores. Concluye que una bolsa desmutualizada tendría más incentivos a ampliar sus líneas de negocios e invertir en innovación, entre otras mejoras.

31. Con fecha 10 de abril de 2015, según consta a fojas 626, la Bolsa de Valparaíso, aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

32. En su presentación, la BVV sostiene que la Fiscalía habría concluido erróneamente que el artículo 44 bis de la LMV no contempla la forma ni el sistema que regula el cierre de operaciones entre sus corredores y que por ello no habría identificado una infracción al D.L. N° 211. Asimismo, sostiene que la Fiscalía realizaría una incorrecta interpretación de la ley al señalar que el calce de las OIB es voluntario. En particular, prosigue la BVV, la FNE desconocería la Resolución N° 556 de la CR. A este respecto, señala que la Decisión Primera de dicha resolución estableció *“Que las Bolsas de Valores deberán convenir a la brevedad, y en un plazo perentorio no superior a los 60 días, contados desde la notificación de la presente resolución a las partes, sistemas tendientes a reanudar las llamas operaciones interbolsas...”*. En la Decisión Segunda, la CR puso término al cobro de peajes interbolsas que realizaba la BCS, porque constituía una práctica comercial contraria a las normas del D.L. N° 21, pues limita, restringe y entorpece la libre competencia del mercado bursátil. De esta manera, la decisión de la CR habría zanjado la discusión que hubo en la Comisión de Hacienda respecto del carácter imperativo del artículo 44 bis de la LMV, obligando a las bolsas a convenir sistemas de comunicación e información y de calce obligatorio de las órdenes a la mejor punta, esto es, el mejor precio disponible en el mercado en ese momento.

33. Posteriormente, la BVV afirma que la Resolución N° 647 de la CR habría determinado la forma en que deben realizarse las OIB y además habría establecido que “lo debido” respecto de la Resolución N° 556 *“no es la convención que debe existir entre*

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

las bolsas involucradas para determinar los sistemas materiales que deben emplearse, sino la “reanudación” propiamente tal de las operaciones interbolsas...”. A su vez, la BVV cita nuevamente la Resolución N° 647 en la parte que dispuso que la reanudación de las operaciones interbolsas “no puede quedar entregado a la sola voluntad de uno de los intervinientes”.

34. A consecuencia de lo anterior, y en vistas a que no se habrían reanudado las OIB, según la Bolsa de Valparaíso, correspondería que este Tribunal ejerza de oficio las facultades contenidas en los números 1 a 3 del artículo 18 del D.L. N° 211, por lo que sería innecesario recomendar cambios a la normativa vigente, sino que bastaría aplicar la legislación existente y los fallos dictados en esta materia.

35. Luego, describe el Proyecto de Acuerdo N° 519 de la H. Cámara de Diputados de 20 de marzo de 2012, el que señala que la *“Circular 1.985 constituye un verdadero retroceso en la consolidación de los principios que debe inspirar el mercado bursátil, es decir, un mercado equitativo, competitivo y transparente, donde el inversionista pueda lograr la mejor ejecución de sus órdenes en un mercado unificado”*. Atendido ello se habría acordado solicitar a S.E. el Presidente de la República que instruya al Ministro de Hacienda, en orden a arbitrar las medidas para que la SVS exija el cumplimiento del acuerdo a que su Circular N° 253 obligó a suscribir, y que exigiría que las órdenes de los inversionistas se lleven a la rueda en conjunto con las demás órdenes, las que serían difundidas a todo el mercado, de manera que sean conocidas por todos y se cumplan al mejor precio de mercado unificado, especialmente en el mercado de los inversionistas institucionales. Como conclusión de lo anterior, la BVV sostiene que si la Cámara de Diputados hubiese detectado un vacío legal, habrían presentado la moción correspondiente, pero en su lugar sólo habrían solicitado que se cumpla la ley.

36. A continuación, la BVV critica la Circular N° 253 de la SVS, ya que ésta establecería una excepción a la prohibición de calzar ofertas de compras a precios menores y ofertas de venta a precios mayores que el de la mejor oferta de compra y venta vigente, contenida en la misma circular. En efecto, la excepción se aplicaría en aquellos casos en que el inversionista haya establecido una instrucción de privilegiar la ejecución de su orden en una bolsa en particular. En esta línea, también critica la excepción contemplada en la Circular N° 1.985 de la SVS, del año 2010, relativas al Inversionista Calificado.

37. Por lo expuesto, considera que las Circulares irían en contra de la existencia de un mercado unificado, equitativo, ordenado, transparente y competitivo, y del principio de mejor ejecución de las órdenes. Igualmente, sostiene que el sistema creado por la SVS,

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

mediante las Circulares, favorecería los intereses de la BCS y de la BEC y no los del mercado, por lo que el Tribunal debiera pronunciarse acerca de la ilegalidad de ellas.

38. En relación al acuerdo celebrado entre las tres Bolsas, indica que este nunca habría sido cumplido, pese a que ella sí lo habría hecho llevando las órdenes emanadas de corredores de otras bolsas directamente a su rueda en conjunto con las demás órdenes que le serían propias, de manera vinculante.

39. En cuanto a los efectos y consecuencias del supuesto incumplimiento de interconectar las bolsas de manera vinculante, identifica los siguientes: (i) fragmentación del mercado; (ii) incorrecta asignación de precios; (iii) grave pérdida patrimonial a los inversionistas, corredores de bolsa y a la BVV; (iv) falta de competitividad; (v) incentivo perverso para realizar operaciones a precios distintos, alterando la naturaleza única del mercado; (vi) concentración de poder y exclusión de competidores; (vii) sistema menos participativo; (viii) sistema no transparente; y, (ix) concentración de operaciones en una sola Bolsa y en unos pocos corredores.

40. Respecto a la desmutualización, sostiene que se puede implementar, pero que este asunto no constituiría el real problema que habría llevado a la concentración actual del mercado.

41. Con fecha 10 de abril de 2015 y a fojas 727, la BCS, aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

42. En general, la BCS es de la opinión que el establecimiento de un sistema de OIB con calce vinculante, automático e instantáneo sería contrario al sistema bursátil chileno de competencia entre bolsas integradas. De esta manera, señala que en el mundo existirían dos grandes modelos de operación bursátil: los modelos de bolsa única, en el que existe una única bolsa de valores que ofrece sus servicios al mercado; y, el de bolsas integradas, donde dos o más bolsas compiten entre sí, que correspondería al sistema de Chile. A juicio de la BCS, en los sistemas integrados si bien se suele exigir a las bolsas que intercambien información, dicho intercambio no permitiría que corredores de una bolsa de la que no son miembros envíen órdenes vinculantes y automáticas sin una contraprestación, puesto que ello eliminaría los incentivos a realizar inversiones que hagan preferir su centro bursátil sobre el resto.

43. Agrega que, de conformidad con la historia fidedigna de la Ley N° 19.601, que incorporó el artículo 44 bis a la LMV, el hecho que las OIB sean vinculantes habría sido descartado explícitamente por el legislador. A juicio de la BCS, la indicación que añadió tal artículo, en su redacción original, habría considerado el establecimiento de OIB vinculantes, la que habría sido modificada al texto actual del artículo 44 bis, ya que se

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

desnaturalizaría el sistema bursátil competitivo e integrado por la vía de permitir estrategias de parasitismo o *free rider*.

44. En relación a las razones que demostrarían que la propuesta de la Fiscalía desnaturalizaría el mercado, la BCS señala, en primer lugar, que la propuesta de OIB eliminarían toda forma de competencia entre las bolsas, ya que si los corredores pueden acceder de forma gratuita a una bolsa, sus incentivos a formar parte de dicha bolsa desaparecen, y con ello los incentivos a ofrecer propuestas de valor diferenciadas para atraer un mayor número de corredores y transacciones, así, habría una conducta *free rider* que desincentivaría la inversión.

45. Luego señala que la SVS habría ratificado que establecer OIB vinculantes y automáticas no sería conveniente, puesto que se afectarían las inversiones en innovación y tecnología, y la competencia entre las bolsas al no permitirles diferenciarse mediante el establecimiento de mejores estándares de regulación, operación y supervisión. Añade que la tanto la Illma. Corte de Apelaciones de Santiago, como la Excma. Corte Suprema, al conocer y rechazar un recurso de amparo económico presentado por la BVV, habrían ratificado que las OIB que propone la FNE eliminarían la competencia existente entre las bolsas de valores.

46. La BCS afirma que las OIB vinculantes y automáticas eliminarían los incentivos de las bolsas a invertir en medidas de eficiencia y seguridad, afectando el rol fiscalizador que éstas cumplen, ya que el beneficio de realizar tales inversiones quedaría distribuido entre todas las bolsas sin importar quien invirtió más en ese activo. De igual manera, señala que los corredores de las demás bolsas podrían operar en ella sin cumplir con las garantías de seriedad que ella exige y que da seguridad de que las operaciones de sus corredores se llevarán a cabo.

47. Añade que las OIB vinculantes y automáticas afectarían el calce eficiente de las órdenes en rueda, ya que de tal manera la regla de mejor ejecución estaría basada solamente en el precio, sin importar otras consideraciones como cantidad, velocidad, riesgo de que la operación no se materialice o cualquier consideración que una corredora pudiera tomar en cuenta a la hora de calzar una orden y que pudiera defender adecuadamente los intereses del cliente, ya que: (i) las garantías que se exigen a los corredores en las diferentes bolsas son muy distintas (incertidumbre que la operación se llevará a cabo de buena manera con todos los corredores); (ii) los costos de transacción monetaria y la transacción física pueden ser muy distintos en el caso de OIB; y, (iii) los volúmenes de liquidez son distintos por lo que pueden haber órdenes con el mejor precio pero solamente por una porción del total, de manera tal que parcelar el total puede ir en perjuicio del inversionista al forzar una operación indeseada.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

48. En lo relativo a los costos y beneficios que implicaría la implementación de OIB vinculantes y automáticas, critica los costos descritos por la FNE, señalando que la fragmentación sería un resultado necesario del sistema y que sería de una magnitud menor. Complementando esto, a fojas 1.167, la BCS informó acerca de los calces efectuados en ella en las que habría existido un mejor precio en otra bolsa, señalando que durante el período comprendido entre enero de 2010 y abril de 2015: (i) sólo un 1,79% en unidades y un 1,10% en valor, de todas las operaciones realizadas en la BCS fueron calzadas a un precio distinto al mejor precio vigente de compra en otra bolsa; y, (ii) sólo un 1,68% en unidades y un 0,81% en valor, de todas las operaciones realizadas en la BCS fueron calzadas a un precio distinto al mejor precio vigente de venta en otra bolsa.

49. Explica que la participación de mercado de la BCS se debe a los esfuerzos e inversiones que ella ha realizado, lo que habría generado que el sistema bursátil chileno sea de los más baratos de la región. Agrega que la integración vinculante de todo el sistema podría resultar en una mayor fragmentación, en razón de eventuales fugas de liquidez hacia centros privados (*“dark pools”*).

50. Continúa señalando que sería erróneo afirmar que la ausencia de OIB generaría un costo a los inversionistas equivalente al diferencial de precio que se obtendría de haberse calzado su orden en la punta del sistema, ya que dicha evaluación no consideraría todas las variables que influyen en los actuales costos del sistema. Explica que la regla de mejor ejecución conforme al precio, tal como se señaló precedentemente, no sería necesariamente una medida eficiente y que los costos descritos por la FNE no serían precisos y serían tomados en base a un informe encargado por la BEC. En este mismo sentido, critica la afirmación de la Fiscalía relativa a que las OIB vinculantes y automáticas tendrían un costo menor a sus beneficios, ya que ésta se basaría únicamente en el informe encargado por la BEC y que el verdadero costo de la implementación de OIB vinculantes radicaría en la pérdida de valor que se produciría con la eliminación de la competencia entre las bolsas.

51. Agrega que no sería efectivo que el actual sistema de OIB impediría el calce a mejor precio. Así, los corredores tienen el deber de calzar las órdenes de sus clientes al mejor precio disponible en el sistema, y para cumplir con ello pueden operar en más de una bolsa (como corredores duales) o realizar OIB en la manera que se encuentran reguladas actualmente.

52. Sostiene, también, que no sería efectivo que la implementación de OIB vinculantes y automáticas disminuirían las barreras a la entrada de nuevas bolsas, ya que no habrían

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

incentivos para que ingresen nuevas bolsas al mercado debido a que cualquiera podría aprovechar las inversiones y esfuerzos de otra.

53. Finalmente critica la aseveración de la Fiscalía, según la cual el costo de su propuesta, relativo a una eventual reducción de competencia por liquidez, sería irrelevante puesto que éste se vería compensado por competencia en otras variables, porque, a juicio de la BCS, no habría ninguna inversión dado que otros podrían aprovecharse de las inversiones realizadas por ella.

54. Con respecto a la segunda propuesta de la Fiscalía, esto es desmutualizar de manera obligatoria las bolsas de valores de Chile, la BCS indica que ella ya se encontraría estudiando la posibilidad de implementar tal medida y señala que, tomando en cuenta la experiencia internacional, para que un proceso de desmutualización sea exitoso se requeriría un intenso trabajo y que no existiría un único camino para ello, ya que depende de distintas variables como el régimen de gobierno corporativo, régimen de garantías, entre otras. De esta manera, para establecer una desmutualización, no bastaría con prohibir que las bolsas exijan la calidad de accionista a sus corredores y establecer medidas mínimas de garantía a éstos, sino que se requeriría una definición en múltiples aspectos.

55. Agrega que la FNE no habría considerado todos los efectos que conllevaría la desmutualización, así varios de los beneficios que habría identificado en su propuesta ya existirían, en opinión de la BCS. En este sentido, la propuesta de la FNE indicaría que se generarían mayores incentivos para competir innovando en circunstancias que el mercado bursátil chileno ya se caracterizaría por altos niveles de innovación. También desmiente que la liquidez de la acción de la BCS sería reducida y que su monto operaría como una barrera de entrada a nuevos corredores, y añade que sería contrario a un sistema de bolsas competitivas en que sea la autoridad quien defina los niveles de garantía que debe exigir cada bolsa.

56. Adicionalmente, afirma que la FNE incurriría en algunos errores analíticos al analizar los costos y beneficios de una eventual desmutualización. Consecuentemente, critica la propuesta de la Fiscalía en lo relativo a que la desmutualización podría generar situaciones de *interlocking* indirecto, ya que aun cuando se prohibiera a las bolsas exigir a sus corredores ser accionistas de las mismas, nada aseguraría que sus actuales accionistas dejen de serlo.

57. Documentos y otros antecedentes aportados por la BCS: a fojas 666 rola el informe "*Diseño Institucional en el Mercado de Valores Chileno*", elaborado por el Sr. Claudio Sapelli.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

58. Con fecha 10 de abril de 2015 y a fojas 787, la BEC, aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

59. En términos generales, la BEC señala que comparte lo dicho por la BVV en el sentido que podría haberse requerido a este Tribunal que ordenara derechamente la interconexión de manera automática, vinculante, en tiempo real y sin peajes interbolsas, ya que existiría la obligación de interconexión. Sin embargo, estima que el presente expediente de recomendación normativa podría mejorar el alcance de tal obligación.

60. Sobre la fragmentación del mercado bursátil, la BEC plantea que el sistema de OIB actual, al imponer un tiempo de difusión en que una orden debe permanecer en la bolsa de origen por tres minutos antes de poder ser enrutada a otra bolsa, impediría que el consumidor acceda a la punta disponible en el mercado unificado. Asimismo, indica que las OIB actuales no se calzarían de manera automática sino que en virtud de cursos manuales de los corredores de bolsa, ya que la orden en cuestión no ingresaría a la rueda de la bolsa de destino sino que primero entraría a un sistema informativo del cual el corredor debe extraerla, lo cual aumentaría los costos de búsqueda de los corredores.

61. La BEC sostiene que la falta de interconexión efectiva entre las bolsas, en tiempo real, con calce automático y vinculante, habría causado la fragmentación del mercado de valores. Explica que un mercado funciona de manera fragmentada cuando la identidad de la bolsa en que se ingresa la orden y la identidad de los corredores escogidos por los inversionistas se erigen como factores determinantes en la definición de cuáles van a ser las órdenes que serán calzadas, lo cual incrementaría la posibilidad de que se realicen operaciones ineficientes. En suma, sostiene que la fragmentación se debería al tiempo de difusión de las OIB, la que fomenta transacciones ineficientes.

62. A juicio de la BEC, la fragmentación ha tenido como efecto un gran nivel de concentración. Asimismo, prosigue la BEC, se habría afectado la competitividad entre corredores de bolsa, ya que dado el efecto de red que generaría la fragmentación, la cantidad de órdenes que entran a la BCS sería notoriamente superior a la del resto, lo que implicaría que los corredores de la BCS pueden acceder a una cantidad mayor de órdenes para calzar la suya, lo que representaría una ventaja en su favor, relegando a segundo plano factores competitivos como el precio y la calidad del servicio. Para hacerse cargo de esto, los corredores de las bolsas más pequeñas podrían convertirse en un *operador directo*, lo cual implicaría costos adicionales para tales corredores.

63. En relación con la afectación de la competencia entre las bolsas de valores, la BEC sostiene que la falta de interconexión habría erigido barreras de entrada a nuevas bolsas, ya que para que éstas ingresen al mercado deberían atraer una masa crítica de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

corredores, lo que se dificulta producto del efecto de red ya reseñado, el cual impediría la captación de un volumen suficiente. Adicionalmente, la falta de interconexión afectaría la expansión de las bolsas de valores incumbentes, ya que generaría desincentivos en éstas para efectuar inversiones.

64. Atendida la fragmentación del mercado, la BEC afirma que la solución para unificar el mercado sería implementar OIB automáticas, vinculantes, en tiempo real y sin peajes adicionales. Así, argumenta que la idoneidad de esta medida ya habría sido reconocida por la CPC en el Dictamen N° 1.073 e impuesta por la CR mediante las Resoluciones N°s 556 y 647, reiterando el recuento que realizó la BVV respecto del alcance de los dictámenes y resoluciones citados. Como ya se ha explicado, de acuerdo a la regulación actual, los corredores deben buscar la punta existente en todo el mercado, lo cual no se encontraría asegurado dada la inexistencia de un sistema de calce automático y vinculante.

65. En concreto, la BEC propone que (i) la punta aparezca simultáneamente en las pantallas de todos los corredores de bolsa y que se elimine el tiempo de difusión; (ii) las reglas de calce sean las mismas, automáticas y vinculantes para todas las ofertas; y, (iii) todas las transacciones se liquiden por medio de Contraparte Central S.A. ("CCLV") y de Depósito Central de Valores S.A., Depósito de Valores ("DCV"). Adicionalmente, señala que establecer peajes interbolsas sería anticompetitivo. Recalca que el mandato de las Resoluciones N°s 556 y 647 de la CR habría sido que las OIB se implementaran bajo las mismas condiciones que se llevaban a cabo con anterioridad a la salida de la BVV del mercado, con la única variación de hacerlo a través de terminales computacionales, en lugar de llevarlas a cabo mediante comunicaciones telegráficas o de teletipo.

66. En otro orden de ideas, la BEC sostiene que el riesgo de crédito y contraparte que originalmente habría impedido la implementación del calce vinculante ya se encontraría resuelto, dada la puesta en marcha de CCLV. Explica que el CCLV administra un sistema de compensación y liquidación que gestiona las operaciones bursátiles, las compensa y las liquida, por lo que en la medida que los corredores que están tras ambas puntas en una OIB sean miembros de CCLV, los riesgos de la transacción serían los mismos que con las operaciones *intrabolsa*. Añade que, tal como habría sido reconocido por la SVS, la interconexión sería técnicamente viable. Conjuntamente señala que las OIB vinculantes, automáticas y en tiempo real permitirían dar cumplimiento al principio de mejor ejecución de las órdenes, el cual en la actualidad no se estaría cumpliendo a cabalidad a pesar de la existencia de corredores duales.

67. En lo relativo a los costos de implementación de OIB vinculantes, automáticas y en tiempo real, reconoce los mismos identificados por la FNE. Indica que en cuanto a los

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

costos asociados a la medida, éstos se verían mitigados por los efectos pro-competitivos que causarían. A su vez, señala que la interconexión facilitaría el ejercicio fiscalizador de la SVS respecto del principio de mejor ejecución. Finalmente, en relación con las conductas *free-rider* que podrían derivarse de la falta de competencia por liquidez, señala que no sería claro que éstas se realicen, toda vez que las bolsas más pequeñas no deberían disminuir sus esfuerzos por captar órdenes puesto que con ello disminuirían sus propios ingresos.

68. En lo relativo a la desmutualización de las bolsas, la BEC opina que es una decisión que escaparía del ámbito de atribuciones de su administración, pero que si se decidiese desmutualizar, necesariamente debería haber interconexión, ya que de lo contrario se perpetuaría el monopolio existente.

69. Documentos y otros antecedentes aportados por la BCS: (i) a fojas 959 rola el informe “*Sobre los efectos y la deseabilidad de las operaciones interbolsa automáticas, vinculantes y en tiempo real*”, elaborado por el Sr. Alexander Galetovic; (ii) a fojas 971 rola el informe “*Viabilidad técnica de una interconexión automática y en tiempo real entre las bolsas*”, elaborado por el Sr. Mauricio Montiel G.; (iii) a fojas 988 rola el informe “*El riesgo de crédito en la liquidación de las operaciones bursátiles de renta variable, después de la entrada en operaciones de CCLV Contraparte Central*”, elaborado por el Sr. Luciano Yerkovic J.; y, (iv) a fojas 1.008 rola el informe “*Constitucionalidad de la eventual modificación del artículo 44 bis de la Ley 18.045*”, elaborado por el Sr. Arturo Fermendois V.

II. 2 Antecedentes y argumentos presentados por los aportantes de antecedentes

70. Con fecha 19 de marzo de 2015 y a fojas 207, Essex S.A. Corredores de Bolsa aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa proponiendo la conformación de un Consejo Superior de Valores, el cual sería una entidad independiente que funcione como un ente consultor, canalizador de denuncias asociadas a las malas prácticas y temas asociados, que investigue, proponga mejoras y reúna los antecedentes para ser presentados a la justicia según corresponda.

71. Con fecha 26 de marzo de 2015 y a fojas 236, la SVS aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

72. En su presentación, la SVS señaló que no tenía más antecedentes que los ya manifestados a la Fiscalía, mediante los Oficios N^{os} 6.546 de 21 de marzo de 2013, 10.445 de 17 de abril de 2014, 14.989 de 4 de junio de 2014 y 16.161 de 16 de junio de 2014.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

73. En su Oficio N° 6.546, la SVS señala que mediante la Circular N° 253 buscó aclarar a las bolsas de valores las obligaciones emanadas de la LMV, de los Dictámenes N°s 1.073 y 1.078, y de las Resoluciones N°s 556 y 647. Agrega que producto de dicha Circular, las bolsas de valores del país suscribieron un acuerdo el año 2005, el que habría establecido que las OIB serían no vinculantes, ya que sería un elemento esencial para ello *“el hecho de requerir por parte de corredores de otras bolsas de valores las mismas condiciones que se les exige a sus propios corredores, como son las garantías en favor de aquellas”*. La SVS hace presente que si bien la BVV habría suscrito el convenio, habría dejado constancia de su disconformidad con la declaración recién transcrita. También identifica como riesgos de transacciones hechas en bolsa los siguientes: (i) riesgo de crédito, que es la pérdida que tendría una de las partes a consecuencia que la otra no cumplió con sus obligaciones; (ii) riesgo operacional propio, que es el riesgo de los intermediarios de valores presente en las transacciones que pueden producirse por errores en sus sistemas, fraudes, perjuicios causados a terceros, u otros; y, (iii) riesgo operacional de terceros, que es el riesgo de los intermediarios cuando realizan transacciones por medio de sistemas mantenidos por terceros.

74. Luego, al referirse al calce automático señala que debido a que cada sistema de negociación podría ser diferente entre sí, no sería claro ni necesariamente conveniente, o incluso viable, que éstos puedan funcionar correctamente si se les obligara a vincular las ofertas que se exponen en cada uno de ellos, al menos mientras los sistemas no fueran totalmente compatibles entre sí. Agrega que establecer la integración operacional entre los sistemas de bolsas nacionales podría desincentivar la inversión en innovación y tecnología, también podría debilitar el rol que tiene cada bolsa en materia de definición de estándares de supervisión, operación, seguridad y ejercicio de la actividad de los corredores de bolsa, ambos al permitir que el beneficio asociado a esa inversión sea distribuido entre la bolsa que invirtió y la que no lo hizo.

75. Con posterioridad, mediante el Oficio N° 10.445, señaló que sería fundamental para la competencia entre bolsas que éstas puedan establecer aquellos requisitos regulatorios, operativos y de garantías adicionales a las requeridas por ley, reconociendo las particularidades de sus corredores y definiciones estratégicas, para obtener un mayor nivel de seguridad en las operaciones que se realizan en sus sistemas. Adicionalmente, en el Oficio N° 16.161, afirma que sería tecnológicamente factible implementar un sistema de OIB vinculante con calce automático, pero se deberían resolver materias como la definición de las medidas de seguridad, para resguardar la comunicación entre las bolsas y entre éstas y la administradora del sistema de compensación y liquidación, y la verificación de la capacidad actual para soportar el procesamiento de operaciones de alta frecuencia.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

76. Con respecto a la desmutualización, en el Oficio N° 14.989, la SVS manifiesta que si se procediera con la desmutualización de las bolsas ello conllevaría cambios en el gobierno corporativo de la misma y en sus definiciones estratégicas, lo que a su vez podría traducirse en un incremento en las líneas de negocios y una mejora en los estándares de operación y seguridad. Sin perjuicio de ello, la SVS señala que el efecto real de esta medida, en definitiva, dependería de las definiciones estratégicas que cada una de las bolsas adopte, pero que efectivamente ella podría contribuir a disminuir las barreras de entrada al mercado de intermediación financiera, a generar mayores incentivos a que se ejerza con mayor celo las funciones regulatorias de las bolsas, a generar un mercado más profundo para las acciones de la bolsa desmutualizada y a producir un aumento en la inversión en tecnología, entre otros.

77. Con fecha 27 de marzo de 2015 y a fojas 237, Renta 4 Corredores de Bolsa S.A. aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa, indicando que la interconexión de las bolsas fortalecería la libre competencia, facilitaría el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes y disminuiría los costos de infraestructura, entre otros beneficios.

78. Con fecha 10 de abril de 2015 y a fojas 270, Santander S.A. Corredores de Bolsa aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

79. A juicio de Santander S.A., el establecimiento de OIB con calce vinculante contribuiría a que las operaciones bursátiles se efectúen en condiciones más convenientes para los inversionistas. Añade que el sistema de OIB debiera ser centralizado, o al menos mantenido e implementado por las bolsas.

80. En relación a la desmutualización obligatoria, estima que en caso de procederse con ella, se deberían respetar los derechos adquiridos por los actuales participantes del sistema.

81. Con fecha 10 de abril de 2015 y a fojas 663, J.P. Morgan Corredores de Bolsa SpA aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa, señalando que considera que la interconexión entre las bolsas, actualmente exigida por la legislación, fomentaría la competitividad, la libre competencia y beneficiaría al mercado financiero en general.

82. Con fecha 10 de abril de 2015 y a fojas 664, Banchile Corredores de Bolsa S.A. ("Banchile") aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

83. Banchile sostiene que un sistema de OIB con calce vinculante, automático e instantáneo sería beneficioso para el mercado bursátil, ya que fomentaría una mayor

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

competencia de las bolsas en base a tecnología, servicios y productos. Agrega que las bolsas debieran ser las responsables de implementar el sistema y que todas las transacciones debieran ser liquidadas a través del CCLV.

84. En lo relativo a la desmutualización, Banchile considera que podría ser beneficioso ya que se produciría una eventual disminución de barreras de entrada al mercado de intermediación de valores, incentivaría el desarrollo de nuevas áreas de negocios y contribuiría a un mercado bursátil más dinámico.

85. Con fecha 10 de abril de 2015 y a fojas 784, el Ministerio de Hacienda aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

86. El Ministerio de Hacienda señala que, preliminarmente, es de la opinión que las medidas propuestas por la FNE irían en la dirección correcta, ya que introducirían presión competitiva en la interacción de los agentes, fortaleciendo la transparencia en el mercado de intermediación de valores. Sin perjuicio de ello, agrega que las medidas deberían garantizar la seguridad de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones contraídas entre corredores.

87. Con fecha 13 de abril de 2015 y a fojas 850, Moneda Corredores de Bolsa S.A. aportó antecedentes al presente expediente de recomendación normativa.

88. Moneda Corredores de Bolsa S.A. reconoce que el mercado se encontraría fragmentado debido a la falta de interconexión vinculante entre las bolsas. Además sostiene que la integración del mercado secundario de valores, mediante la interconexión propuesta por la Fiscalía permitiría a los corredores competir libremente, motivándolos a diferenciarse en términos de calidad del servicio a la vez que favorecería la liquidez del mercado, facilitando la mejor ejecución de las órdenes.

III. Análisis de la recomendación normativa presentada por la Fiscalía Nacional Económica

III.1 Descripción del mercado

89. El mercado de valores permite la transacción de diversos instrumentos financieros o cualquier título de crédito e inversión, como son los instrumentos de renta fija (por ejemplo, letras de crédito hipotecario, bonos bancarios, bonos del Estado); los instrumentos de renta variable (acciones, cuotas de fondos mutuos o fondos de inversión, entre otros) y los instrumentos de intermediación financiera (como pagarés, certificados de depósitos, pagarés descontables del Banco Central). También permite que se transen otros valores como plata, oro o moneda extranjera.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

90. El principal objetivo de estas transacciones es obtener financiamiento, lo que permite que el mercado de valores aporte al flujo de inversión y ahorro de la economía. En general, estas transacciones se realizan en espacios o plataformas tecnológicas que se denominan bolsas de valores. En ellas interactúan los emisores de valores (sociedades anónimas, administradoras de fondos de pensiones o AFP, bancos, etc.), los intermediarios (denominados corredores de bolsa) y los demandantes de valores (inversionistas institucionales, inversionistas privados, bancos, etc.). Los emisores requieren financiamiento y por ello, su objetivo es colocar títulos financieros en el mercado. Los demandantes de valores adquieren títulos con el fin de obtener instrumentos que les permitan invertir sus ahorros.

91. El artículo 38 del Título VII de la LMV, define a las bolsas de valores como: *“entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcionen, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad con la ley”*.

92. Las bolsas, además de proporcionar una plataforma, y un conjunto de reglas y convenciones que permiten y facilitan la transacción de instrumentos financieros, deben certificar a los corredores, preparar los protocolos que facilitan la ejecución de órdenes de compra o venta y establecer los mecanismos que permiten encontrar de manera expedita a la contraparte en una transacción.

93. En Chile existen tres bolsas de valores: la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Valparaíso y la Bolsa Electrónica de Chile. Como se observa en el cuadro 1 siguiente, la Bolsa de Comercio de Santiago concentra la mayor participación de mercado en términos de montos transados, con un 99,41% el año 2014. Por su parte, el índice HHI pasa de 5.091 en el año 2000 a 9.882 en el 2014. El aumento de la concentración de las transacciones en la BCS a contar del año 2000 podría encontrar explicación en la bajísima cantidad de operaciones interbolsas –lo que se explicará con más detalle en la siguiente sección de la presente resolución– y, asimismo, en las economías de red que surgen de transar en una plataforma más grande, con mayor número de transacciones, lo cual aumenta la profundidad y liquidez de la bolsa y tiene menores costos de transacción.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

Cuadro 1

Participación de mercado, total de transacciones (medidas por su valor) en Bolsa

Año	BCS	BVV	BEC	HHI
1994	42,04%	0,32%	57,64%	5.090
1995	45,70%	0,25%	54,05%	5.010
1996	48,15%	0,18%	51,67%	4.988
1997	48,53%	0,13%	51,34%	4.991
1998	50,97%	0,05%	48,97%	4.997
1999	45,20%	0,06%	54,74%	5.039
2000	43,10%	0,04%	56,87%	5.091
2001	76,86%	0,04%	23,10%	6.441
2002	79,42%	0,04%	20,54%	6.730
2003	87,84%	0,04%	12,12%	7.863
2004	92,77%	0,06%	7,17%	8.657
2005	95,22%	0,10%	4,69%	9.088
2006	95,61%	0,09%	4,30%	9.160
2007	95,76%	0,04%	4,20%	9.187
2008	96,75%	0,03%	3,22%	9.372
2009	99,10%	0,03%	0,87%	9.821
2010	98,71%	0,03%	1,25%	9.746
2011	98,80%	0,02%	1,18%	9.763
2012	99,07%	0,03%	0,90%	9.815
2013	98,74%	0,02%	1,24%	9.752
2014	99,41%	0,00%	0,59%	9.882

Fuente: TDLC, basado en estadísticas disponibles en www.svs.cl (<http://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-19236.html>)

94. No existen impedimentos legales a la entrada de nuevas bolsas de valores, salvo los requisitos y condiciones que establece la LMV, los que incluyen, entre otros, la autorización de existencia por parte de la SVS, de tener un objeto exclusivo, cumplir la exigencia de un capital mínimo pagado, cumplir con las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas y funcionar con al menos diez corredores.

95. Los corredores de bolsa actúan, dentro de una determinada Bolsa, como intermediarios entre los oferentes y los demandantes de los títulos, con el fin de lograr calzar las órdenes de compra con las órdenes de venta. El objetivo es lograr calzar la

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

orden con la mejor alternativa disponible. Para ello, se requiere reducir los costos de búsqueda, de información y de transacción, y disminuir los riesgos de incumplimiento o no pago. Las bolsas de valores cumplen con el objeto, entre otros, de reducir dichos costos y riesgos. A su vez, los corredores pueden ejecutar estas órdenes por encargo de terceros o por cuenta propia, es decir, para su propia cartera de inversiones. Una orden es un acto a través del cual se autoriza a un corredor para comprar o vender un cierto valor, según determinados parámetros. También los corredores pueden actuar como “*customer facilitation traders*” para completar el mercado para los clientes, o como “*market makers*”, es decir, cotizan tanto el precio de compra como el precio de venta de un instrumento financiero con el fin de introducirle liquidez al mercado y hacer posible las transacciones. En ambos casos transan por cuenta propia.

96. Las operaciones en bolsa pueden ser efectuadas en la rueda o fuera de ella. Las acciones comercializadas en rueda se pueden negociar mediante distintos sistemas: pregón, telepregón, oferta a firme con calce automático, oferta a firme sin calce automático y mediante un remate electrónico. Por su parte, las operaciones fuera de rueda son utilizadas normalmente para transar valores de renta fija, instrumentos de intermediación financiera, nuevas emisiones de acciones y ofertas públicas de paquetes accionarios que superen el 10% del capital suscrito de una empresa. En este caso, el corredor negocia en forma privada las condiciones de comercialización con sus clientes.

97. Los corredores de bolsa pueden operar en una o más bolsas –en este último caso se les denomina corredores duales–. Adicionalmente existen los operadores directos, vale decir, aquellos que operan en una bolsa distinta pagando a un corredor de esta última un derecho por hacer uso de su terminal.

98. A pesar de que la LMV no exige a los corredores ser accionistas de las bolsas de valores, en los hechos en Chile la propiedad de la plataforma donde se realiza el servicio de intermediación no está separada del derecho a prestar el servicio de corretaje en dicha bolsa. Lo anterior encuentra su explicación en las reglamentaciones internas de las bolsas de valores. En efecto, los estatutos de la BCS (en su artículo 12), de la BEC (en su artículo 10) y de la BVV (en su artículo 10), establecen que para poder ejercer como corredor se requiere, entre otras condiciones, ser accionista de la respectiva Bolsa.

99. En lo relativo a la entrada de corredores al mercado de la intermediación bursátil, no existen impedimentos legales fuera de los requisitos y condiciones que establece la LMV. Éstos incluyen, entre otros, poseer una oficina instalada, mantener permanentemente un patrimonio mínimo, obtener una autorización por parte de la SVS, tener un objeto exclusivo y cumplir la obligación de constituir una garantía. Sin perjuicio de lo anterior, las bolsas de valores también establecen requisitos para el ingreso de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

nuevos corredores a su plataforma, los que eventualmente podrían constituirse en una barrera de entrada.

100. Tal como establece la LMV en su artículo 40, las bolsas de valores son sociedades anónimas abiertas. La BCS tiene 43 acciones emitidas, que tienen un valor de aproximadamente \$2.000 millones cada una, según las últimas transacciones efectuadas; la BEC tiene 41 acciones emitidas, a un valor de \$125 millones cada una, según las últimas transacciones efectuadas; y, la BVV tiene 60 acciones emitidas, a un valor de \$19 millones cada una, según las últimas transacciones efectuadas.

101. En Chile, hay 43 corredores de bolsa con registro vigente¹. En la BCS, en 2014, operaron 30 corredores, de los cuales 12 operaron sólo en esa bolsa. En la BEC operaron 23 corredores, de los cuales 4 operaron sólo en ella y en la BVV operaron 7 corredores, de los cuales 4 operaron sólo en esa bolsa. Sólo dos corredores operaron en las 3 plataformas el año 2014 y 12 corredores no operaron en la BCS.

102. Respecto de la concentración en el mercado de los corredores de bolsa, los tres mayores corredores concentran el 42,2% de las transacciones de acciones en el año 2014. Los veinte mayores corredores concentran el 95,8% de las transacciones de acciones ese mismo año. De ellos, diecinueve corredores operaron en la BCS ese año.

103. Además de las bolsas de valores y de los corredores de bolsa, este mercado se conforma por sociedades de apoyo a la intermediación financiera, en lo que dice relación al depósito y custodia de los valores, y a su liquidación y compensación.

104. Es así como el 21 de diciembre de 1989 se dictó la Ley N° 18.876, que establece el marco legal para la constitución y operación de entidades privadas de depósito y custodia de valores. Esta ley fijó el marco jurídico aplicable a las empresas de depósito de valores, las que tienen por objeto exclusivo recibir en depósito valores de oferta pública de ciertas entidades (Fisco, agentes de valores, corredores de bolsa, bolsas de valores, bancos, entre otros) y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores.

105. Por otra parte, el 6 de junio de 2009 se dictó la Ley N° 20.345, sobre sistemas de liquidación y compensación de instrumentos financieros. Ésta tuvo por objeto modernizar el mercado de valores, mejorando los sistemas de compensación y liquidación de valores de forma tal que se redujeran los riesgos de crédito. Se puede señalar que, en general, los sistemas de compensación y liquidación de valores (o “instituciones de contraparte central”) tienen por objeto gestionar la ejecución de las transferencias de valores y los

¹Fuente: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/consulta.php?mercado=V&Estado=VI&entidad=COBOL>. Fecha última consulta: 14 de marzo de 2016.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

pagos correspondientes a dichas transacciones que se cierran en los mercados de valores. En tal sentido, la función de los sistemas de compensación y liquidación de valores se inicia cuando se cierran las transacciones en dichos mercados. Esto exige separar la transacción de valores de las funciones de compensación, transferencia de la propiedad de los valores y del pago, todas las cuales son necesarias para cerrar la operación.

106. No existen impedimentos legales a la entrada de empresas de depósito de valores ni de instituciones de contraparte central, salvo los requisitos y condiciones que se señalan en la Ley N° 20.345 y en la Ley N° 18.876. Estos incluyen, entre otros, la autorización de existencia por parte de la SVS, la exigencia de un capital mínimo pagado, la presentación de las normas de funcionamiento y un estudio tarifario de los sistemas que administren, y la constitución de fondos de reservas para el cumplimiento de sus obligaciones.

107. Hasta el momento, la única empresa de depósito de valores que existe es la sociedad Depósito Central de Valores S.A. (“DCV”), constituida el año 1993, la cual procesa y registra electrónicamente las operaciones de transferencia efectuadas en las bolsas de valores y en el mercado extrabursátil. Adicionalmente coordina y suministra la información necesaria para la liquidación financiera de las operaciones. Su propiedad le corresponde en un 30% a bancos, un 30% a AFP, un 23% a la BCS, un 10% a compañías de seguro, un 6% a la BEC y un 1% a la BBV y otros. Tanto la BCS como la BEC operan con el DCV. La BVV, por su parte, creó su propio departamento de custodia, con la finalidad de entregar este servicio y el de liquidación de sus operaciones a los corredores.

108. Respecto de las instituciones de contraparte central, existen distintas instituciones que prestan este servicio en el país, siendo la más conocida la sociedad Contraparte Central S.A. (“CCLV”). CCLV es una sociedad anónima filial de la BCS. Esta última posee el 97,27% de su propiedad, correspondiendo el 2,73% a corredores de bolsa. Sin embargo, existen otras entidades de contraparte central, en particular la recientemente creada Comder, Contraparte Central S.A. (que inició operaciones en julio de 2015).

109. Las bolsas de valores tienen principalmente dos fuentes de ingresos: los derechos de bolsa y el cobro por registro de valores.

110. Los derechos de bolsa corresponden al precio que la bolsa cobra por los servicios que presta a los corredores que operan en ella, en razón del uso que hacen de sus instalaciones. Al efecto, el artículo 40 número 11 de la LMV establece que “[l]as bolsas podrán en cualquier tiempo requerir de sus accionistas corredores el pago de cuotas para sufragar sus gastos y costos de conservación, mantención y reposición de sus bienes y

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

de su expansión y mejoramiento de sus actividades". En otras palabras, los derechos de bolsa que pagan los corredores deben cubrir los costos que significan los gastos y la mantención de los bienes físicos de cada bolsa. Son determinados libremente por estas últimas, en sus respectivos manuales de operaciones.

111. Las bolsas cobran distintos tipos de derechos de bolsa: (i) Un derecho general, que es aplicado por las tres bolsas en Chile en las transacciones por cuenta de terceros realizadas en rueda. Este derecho es de 0,5% por lado –comprador y vendedor- del monto transado para acciones inscritas y de 0,75% por lado del monto transado para acciones no inscritas en la respectiva bolsa; (ii) Un derecho privilegiado, que consiste en descuentos que se aplican al derecho general según el monto transado. Estos descuentos son diferentes en las distintas bolsas, tal como se muestra en el cuadro 2 siguiente; (iii) Convenios de derechos de bolsa semestral o anual que permiten transar todo lo que se quiera. Este derecho es pagado por algunos inversionistas institucionales, quienes lo negocian directamente con la respectiva bolsa. En el caso de la BCS, existe la posibilidad, sólo para los inversionistas institucionales, de optar por suscribir un convenio de pago de un derecho semestral que incluye un cargo fijo de UF 582 más IVA o un derecho anual con un cargo fijo de UF 1.017 más IVA, o bien, de optar por un convenio de derechos de bolsa mensuales o anuales que incorporan una tarifa variable más un cargo fijo (el convenio mensual incluye un cargo fijo de UF 424 más 0,1% por el monto que exceda las UF 20.000 transadas en el mes, y el convenio anual incluye un cargo fijo de UF 740 más 0.1% por el monto que exceda las UF 20.000 transadas en el mes); y, (iv) la BCS también permite el cobro de derechos de bolsa especiales, los que se negocian para operaciones ocasionales de gran tamaño, como una OPA por ejemplo.

112. Sin perjuicio de lo anterior, todos los corredores deben enterar mensualmente a la respectiva bolsa un monto mínimo por concepto de derechos y servicios bursátiles. Es así como mensualmente la BCS cobra un mínimo de UF 220², la BEC uno de UF 100³ y la BVV uno de UF 45⁴.

113. Por otra parte, las operaciones por cuenta propia no pagan derechos de bolsa, es decir, están exentas del pago de dichos derechos en las tres bolsas.

² Véase punto 6.6.2 del Manual de Operaciones en Acciones de la BCS (<http://www.bolsadesantiago.com/Normativas%20Bolsa%20de%20Comercio/1.-%20Manual%20de%20Operaciones%20en%20Acciones.pdf>).

³ Véase capítulo 1 del Título II de la Circular N° 46 de la BEC (<http://www.bolchile.cl/Recursos/normativas/circulares/Circular046.pdf>).

⁴ Véase punto 6.4.2 de la sección B del Manual de Operaciones en Acciones de la BVV (https://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Manual_de_Acciones.pdf).

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

Cuadro 2

Derechos privilegiados según tramos de operación en las bolsas de valores

Monto operado mensual	Tasa BCS	Tasa BVV y BEC	Monto pagado en UF
Menor a 10.000 UF	0,5%	0,5%	$0,5\% * 10.000 = 50$
UF 10.000 a 20.000	0,3%	0,3%	$0,3\% * 10.000 = 30$
UF 20.000 a 40.000	0,1%	0,1%	$0,1\% * 20.000 = 20$
UF 40.000 a 60.000	0,1%	0,05%	BCS: $0,1\% * 20.000 = 20$ BEC y BVV: $0,05\% * 20.000 = 10$
Mayor o igual a UF 60.000	0,05%	0%	BCS= $0,05\% * (X - 60.000)$ BEC y BVV= 0
Monto Total pagado por inversionista que transa más de UF 60.000			BCS= $UF 120 + 0,05\% * (X - 60.000)$ BEC y BVV= UF 110

Fuente: TDLC, basado en Manual de Operaciones en acciones de la BCS y BVV y Circular N° 46 de la BEC.

114. Como se observa en el cuadro 2, los derechos de bolsa privilegiados cobrados por la BCS respecto de los cobrados por la BEC y BVV son diferentes. Si un inversionista transa más de UF 60.000 al mes, lo máximo que paga son UF 110 en la BEC y BVV, ya que la tasa o derecho marginal por transar un monto superior es cero. En el caso de la BCS el monto máximo sería de UF 120 más un cargo variable de 0,05% por el monto transado sobre las UF 60.000.

115. Por otra parte, el cobro de derechos por registro de valores corresponde a un cobro mensual o semestral que realizan las bolsas a quienes registran sus valores en ellas (los emisores). Se trata de un cobro que considera el patrimonio y el número de accionistas del emisor, entre otros aspectos. Las bolsas BCS y BVV tienen un tope semestral de UF 125 por registro de valores, en tanto que la BCS tiene este mismo tope cuando el emisor tiene un patrimonio sobre UF 3.159.000 y distintas tasas por tramo para montos de patrimonio inferiores. El artículo 262 del Reglamento de Operaciones de la BEC establece que se trata de un derecho semestral fijado por el Directorio.

116. Los corredores, por su parte, reciben comisiones de sus clientes, que corresponden a los cargos que ellos les cobran por ejecutar sus transacciones. Estas

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

comisiones son determinadas libremente en el mercado, tal como lo dispone el artículo 66 de la LMV.

117. En general, siguiendo el principio de mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas contemplado en los artículos 42 letra d), 44 letra a), número 1 y 44 bis de la LMV, las ofertas se calzan al mejor precio (menor precio de compra posible, mayor precio de venta posible). Una vez ejecutada la transacción, ésta se tiene que liquidar y compensar. El proceso de compensación comprende el cálculo de los pagos o saldos netos de valores.

Operaciones Interbolsas, situación actual

118. Por operaciones interbolsas (“OIB”) se entiende el acceso remoto a la información en tiempo real sobre las ofertas de valores de cualquier bolsa de valores. De esta forma, una orden podrá ser calzada contra la mejor oferta existente en tiempo real, con independencia de la bolsa donde se haya originado esa orden.

119. Actualmente, los corredores de una bolsa pueden enviar órdenes a otra bolsa mediante el sistema de operaciones interbolsas vigente, una vez que la orden ya ha estado expuesta en la bolsa de origen por más de tres minutos sin ser calzada, según se describirá en la próxima sección.

120. Como se observa en el cuadro 3 siguiente, en el período 2007-2012, la totalidad de las OIB se originaron en la BEC y BVV y la mayor parte de ellas fue con destino en la BCS. Por su parte, la bolsa que más utilizó este tipo de operaciones fue la BEC.

Cuadro 3
Operaciones interbolsas en montos MM\$ (número de transacciones)

Año	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)	15529 (4621)	22200 (3017)	75 (24)	0 (0)
2008	1,6 (1)	637 (192)	3586 (1062)	15539 (2295)	38 (11)	0 (0)
2009	0 (0)	437 (153)	3082 (772)	12048 (2811)	37 (14)	0 (0)
2010	0 (0)	291 (122)	2634 (862)	22134 (5696)	33 (18)	0 (0)
2011	0 (0)	423 (94)	802 (158)	16117 (4639)	7 (7)	0 (0)
2012 (a oct.)	0 (0)	186 (25)	72 (28)	4739 (1307)	0 (0)	0 (0)

Fuente: FNE, a fojas 97.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

121. Según indica la BEC a fojas 1224, entre enero del 2010 y enero del 2015 se hicieron un total de 245.189 transacciones en ella. De éstas, 65.793 (un 26%) se cerraron con mejor punta en otra bolsa. Por su parte, señala que entre enero de 2010 y abril de 2015, se realizaron 11.338.723 transacciones en la BCS, de las cuales un 3,5%, (393.101 transacciones) se cerraron con mejor punta en otra bolsa, lo que equivale a un 1,91% del monto transado.

III.2 Operaciones Interbolsas e Interconexión

III.2.i. Historia Normativa de las operaciones interbolsas

122. Con fecha 3 de septiembre de 1998, la SVS formuló una consulta a la H. Comisión Preventiva Central (“CPC”) relativa al sistema tarifario de derechos de bolsa ideado por la BCS el cual gravaba, entre otras, a las OIB. Lo anterior a raíz de una solicitud que dicha bolsa de valores había efectuado a esa superintendencia el 19 de mayo de 1997, la que tenía por objeto aprobar el proyecto reglamentario denominado “Política de Derechos de Bolsa de Operaciones por Cuenta Propia y de Terceros”.

123. En particular, el derecho de bolsa ideado por la BCS, conocido como “peaje interbolsas”, consistía en no aplicar la tabla de derechos privilegiados descrita en el cuadro 2 (párrafo 114) a las OIB por cuenta de terceros. La tasa de 0,5% del monto transado por cuenta de terceros se aplicaría a todas las OIB cuya operación contraria se efectuara el mismo día en otra bolsa del país, sin los descuentos a que daba lugar la aplicación de los derechos privilegiados. En el caso de las OIB por cuenta propia, que no se encontraban sujetas a cobro, la BCS aplicaría una tasa de 0,5%.

124. La BCS justificó la aplicación de un peaje interbolsas para evitar el mal uso de los privilegios que ella otorgaba, los que consistían en el reembolso a los corredores de los derechos de bolsa pagados por las operaciones de intermediación que ellos realizaban pasado un cierto monto. En efecto, la BCS argumentaba que el referido mal uso del reembolso consistía en que corredores duales eludían el pago del derecho de bolsa establecido para las operaciones interbolsas por cuenta de terceros declarando que se trataba de una operación por cuenta propia que se cerraba el mismo día en otra bolsa.

125. Con posterioridad, el 25 de enero de 1999, la BVV presentó una denuncia ante la H. Comisión Resolutiva (“CR”) en contra de la BCS. En ella indicó que la BCS, abusando de su posición monopólica, habría impedido la reanudación de las OIB y explicó cómo el arbitraje, que consistiría en comprar o vender un valor haciendo inmediatamente la operación inversa en otra bolsa con el objeto de beneficiarse de la diferencia de cotización existente entre dos plazas, se había constituido en un sustituto de las OIB y no en una forma de evadir el pago de derechos de bolsa. Sin perjuicio de ello, atendida la

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

vinculación que esta denuncia tenía con la consulta formulada por la SVS, la CR la remitió a la CPC a fin de que las resolviera conjuntamente.

126. Luego, el 2 de julio de 1999 la CPC pronunció el Dictamen N° 1073, el que resolvió la consulta y la denuncia señaladas precedentemente. Este dictamen señaló que la existencia de los peajes interbolsas, en la forma impuesta, introducían al mercado una distorsión y un aumento de costos que constituían una barrera al crecimiento de bolsas emergentes. Agregó que la finalidad de la BCS al aplicar el peaje era evitar que se produjeran transacciones interbolsas que aprovecharan los mejores beneficios que otorgaban las otras bolsas consistentes en la devolución de los derechos de bolsa pagados. Este dictamen también reconoció que estos derechos habían fragmentado el mercado bursátil, el que debería ser uno y unificado. En consecuencia, dispuso que la BCS debía dejar sin efecto el sistema de cobros de derechos de bolsa en OIB por cuenta propia, por ser contrario a la libre competencia. Asimismo, tratándose de la aplicación de estos derechos de bolsa en operaciones por cuenta de terceros, el dictamen dispuso que éstos no se ajustaban a la LMV.

127. En contra del Dictamen N° 1073, tanto la BVV como la BCS presentaron recursos de reposición. Mientras la primera pidió que se complementara el dictamen incorporando una orden de restablecer las OIB, la segunda solicitó su revocación alegando que sus conductas eran lícitas.

128. Estos recursos de reposición fueron resueltos mediante el Dictamen N° 1078, en el que se señaló que el peaje interbolsas, tal como fue concebido por la BCS, si bien podría inhibir conductas ilícitas, también podría afectar operaciones lícitas de arbitraje, por lo que mantuvo la decisión de prohibir dichos peajes. En este dictamen también se dispuso que no se cuestionaba que las bolsas del país pudieran libremente establecer cobros, en la medida que no vulneraran la legalidad vigente, aclarando que lo que se objetó fue la legitimidad de la justificación económica aducida por la BCS para explicar la imposición del peaje interbolsas. Agregó la CPC en este dictamen que sólo sería eficiente aplicar un cobro por OIB en el evento que éste fuera fijo y sirviera para autofinanciar la bolsa respectiva, incluido su costo de capital. En ningún caso, el peaje interbolsas debería depender del número de transacciones ni del monto transado, reconociendo que la producción de servicios de bolsa tiene un costo marginal cercano a cero y que son independientes del monto y tipo de instrumento transado. Asimismo, afirmó que la existencia de un mercado unificado, transparente y equitativo beneficiaría a los inversionistas a través de la mejor ejecución de sus órdenes y al más bajo costo.

129. Con posterioridad, la CR se avocó de oficio al conocimiento de los hechos materia de los Dictámenes N°s 1073 y 1078. En la discusión generada en dicho procedimiento, la

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

BCS contradijo la aseveración de que la producción de servicios de bolsa tuviera un costo marginal cercano a cero. Según ella, tratándose de acciones, los costos fijos estarían dados por los costos de depreciación de sus instalaciones y equipos computacionales, y por los costos asociados a la mantención de ellos. Añadió que, en relación con los costos variables, existía la remuneración del personal. De esta manera, atendida la variación de mayor utilización de horas-hombre del personal en la producción de servicios de bolsa, los costos marginales serían superiores a cero.

130. El 4 de enero de 2000, la CR dictó la Resolución N° 556, en la que reconoce que el mercado de valores es uno y declara que las OIB, atendido que rigieron durante un largo tiempo, constituían una sana práctica bursátil y una costumbre mercantil. En esta resolución, la CR declaró que la política de derechos de bolsa establecida por la BCS constituía un acto que impedía la libre competencia. Asimismo, sostuvo que la no aplicación de la tabla de descuentos privilegiados en el caso del “peaje interbolsas” encarecería discriminatoriamente los derechos de bolsa sin existir una justificación objetiva para ello, lo que a su vez entorpecía o limitaba la participación de otras bolsas de valores. Por lo anterior, en dicha resolución se estableció que: (i) las bolsas de valores debían convenir sistemas tendientes a reanudar las operaciones interbolsas a fin de facilitar el cierre de las operaciones entre corredores de distintas bolsas; (ii) se ponía término y dejaba sin efecto el cobro denominado “peaje interbolsas” que efectuaba la BCS, ascendente al 0,5% de las operaciones que se realizaban 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 ejecutaban en el mismo día en otro centro bursátil; y, (iii) la SVS debía fiscalizar el cumplimiento de esta resolución.

131. El 10 de marzo de 2000, la BVV pidió el cumplimiento de la Resolución N° 556, lo que dio lugar a la Resolución N° 647 de 17 de abril de 2002. En ella la CR no aceptó la defensa opuesta por la BCS en la que señaló haber convenido con la BEC sistemas tendientes a reanudar las OIB, porque dicho acuerdo debía alcanzarse entre todos los interesados. Tampoco aceptó la alegación de la BCS relativa a haber puesto término a los peajes interbolsas, ya que las OIB seguían afectas al peaje del 0,5%. No obstante lo anterior, señaló que lo “debido” respecto de la Resolución N° 556 no era la convención que debía existir entre las bolsas, sino que la reanudación propiamente tal de las OIB. Adicionalmente, se establecieron en esta resolución las condiciones mínimas bajo las cuáles debían reanudarse las OIB: (i) cada bolsa debía 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, a fin de que si un corredor de otra bolsa tuviera una orden que no haya sido capturada en su propia rueda, la respectiva bolsa la comunicara a la rueda de las otras bolsas, la que podría ser interferida por un corredor de cualquiera de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

ellas; (ii) estas operaciones no estarían afectas a derechos de bolsa; (iii) las respectivas bolsas debían supervigilar el cumplimiento estricto de la operación de compraventa realizada; y (iv) los costos de interconexión de los equipos computacionales serían de cargo de todas las bolsas, por partes iguales. Las bolsas debían dar cumplimiento a lo resuelto en un plazo de 30 días hábiles.

132. De acuerdo con lo expuesto por la BEC en su presentación de fojas 1224 y en la carta de la BCS de fecha 13 de mayo de 2002, (al gerente general de la BVV, incluida en el expediente de investigación de la Fiscalía acompañado a fojas 878), en mayo de 2002 las bolsas de valores habrían sostenido reuniones con el Presidente de la CR para acordar las modalidades bajo las cuales se reanudarían las OIB, todo ello en cumplimiento de la Resolución N° 647. En estas reuniones se habría acordado que podrían hacerse OIB para órdenes no capturadas en la propia rueda, para lo cual habría un tiempo de difusión de tres minutos; el calce se haría en forma manual por parte de los corredores y la liquidación se realizaría a través del DCV. Así funcionan en la actualidad las OIB, salvo respecto de las liquidaciones a través del DCV.

133. Sin perjuicio de lo anterior, la BVV declaró en estos autos que si bien existió el acuerdo descrito en el párrafo anterior, no habría habido consenso en cuanto al régimen de garantías que se había propuesto, ya que en su opinión sus corredores ya cumplirían con el estándar legal. Adicionalmente, se opuso a que el sistema de OIB funcionara con aceptaciones voluntarias.

134. En forma paralela al proceso seguido ante la CPC que terminó con el pronunciamiento del Dictamen N° 1073, se discutía el proyecto de ley que permitiría la oferta pública de valores extranjeros en el país, el que posteriormente se convirtió en la Ley N° 19.601, la que entró en vigencia el 18 de enero de 1999. Durante la tramitación de dicho proyecto de ley los senadores Juan Hamilton, Carlos Ominami, Sergio Romero, Beltrán Urenda y Andrés Zaldívar presentaron una indicación para agregar un nuevo artículo, el que señalaba lo siguiente:

“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

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

operaciones interbolsas los derechos respectivos no podrán exceder del valor que corresponda a las operaciones propias de cada bolsa.”

135. Esta indicación generó controversia en la Comisión de Hacienda del Senado, por lo que se acordó que la SVS, en conjunto con los presidentes de las bolsas de valores, estudiarían el tema y formularían una proposición. La propuesta presentada por ellos corresponde a la redacción actual del artículo 44 bis de la LMV, que señala: *“Las 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”.

136. En cumplimiento de las Resoluciones N^{os} 556 y 647 de la CR, la SVS emitió la Circular N^o 253, con fecha 1 de octubre de 2004, la que impartió instrucciones a las bolsas de valores respecto a la adopción de normas y sistemas que aseguraran la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas. Esta circular reconoció que las Resoluciones N^{os} 556 y 647 de la CR tenían por objeto resguardar la existencia de un mercado unificado, equitativo, ordenado, transparente y competitivo, en el que los inversionistas pudieran obtener la mejor ejecución de sus órdenes independientemente de la bolsa a la que perteneciera el respectivo corredor.

137. La Circular N^o 253 establece que las bolsas de valores deben instruir a sus corredores miembros a efectos de prohibir que éstos 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, salvo en aquellos casos en que el inversionista hubiese estipulado expresamente que se prefiera la ejecución de su orden en una bolsa en particular. Para asegurar el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes, las bolsas tienen la obligación de registrar los mejores precios existentes en el mercado en ese momento y comunicarlos al corredor de bolsa respectiva, quien a su vez debe informar a su cliente.

138. En relación con las OIB, la Circular N^o 253 dispone que no es suficiente que los sistemas que establezcan las bolsas permitan a un intermediario llevar sus órdenes a

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

otro centro bursátil, sino que además esos sistemas deben garantizar la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas, lo que no obsta a que las bolsas convengan exigencias de garantías y seguridad mínimas equivalentes para los corredores de otras bolsas que pretendan participar en una OIB.

139. En cumplimiento de lo dispuesto en la Circular N° 253 de la SVS, el 11 de abril de 2005 las bolsas de valores del país llegaron a un acuerdo tanto respecto del intercambio de información en tiempo real entre ellas como de las OIB. En relación con las OIB se acordó lo siguiente: (i) las ofertas de OIB serían digitadas directamente por los corredores en la aplicación de la bolsa de la que son miembros y transmitidas automáticamente por la bolsa de origen a las otras; (ii) las ofertas de OIB serían divisibles, pudiendo ser calzadas en forma total o parcial; (iii) las ofertas de OIB provenientes de otras bolsas se difundirían directamente en la rueda de cada una de las bolsas de valores, en forma conjunta con aquellas órdenes que les sean propias; y, (iv) las ofertas de OIB no serían vinculantes, sin perjuicio que la bolsa que recibe la oferta podría decidir hacerlas vinculantes.

140. En dicho acuerdo, la BCS y la BEC declararon como esencial para poder participar directamente en las metodologías de sus respectivas ruedas, el hecho de requerir por parte de los corredores de otras bolsas de valores las mismas condiciones que se les exige a sus propios corredores, lo cual fue rechazado por la BVV.

141. Finalmente, el 13 de agosto de 2010 la SVS dictó la Circular N° 1985, relativa a obligaciones de entrega de información a clientes sobre las condiciones de ejecución de órdenes. El objeto que persiguió esta circular fue promover la existencia de un mercado con inversionistas más informados y fortalecer la competencia entre centros bursátiles y corredores de bolsa. De esta manera, dentro de la información que debe proporcionarse se encuentra la fecha, hora y bolsa en que se ejecutó la orden, el precio de ejecución, la comisión, y el mejor precio vigente en las otras bolsas. Cabe señalar que se eximió del cumplimiento de estas obligaciones a los clientes que ingresaren directamente sus órdenes a los sistemas de negociación a través de las modalidades de Operador Directo o Ruteo De Órdenes.

III.2.ii. Experiencia Internacional en materia de interconexión

Estados Unidos

142. En Estados Unidos de América (EE.UU.), la Regulation NMS (National Market System) se estableció con el objetivo de eliminar la fragmentación del mercado de valores existente. Antes de la implementación de dicha norma, acciones iguales se transaban en

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

distintas bolsas a precios diferentes, y la información de precios de una bolsa no se divulgaba en las otras bolsas.

143. El objetivo buscado por la Regulation NMS fue promover una formación de precios eficientes en el mercado de valores, de forma de conseguir que los inversionistas obtuvieran la mejor ejecución de sus órdenes por el factor precio. Luego, para que los intermediarios logren direccionar las órdenes hacia las bolsas que tengan los mejores precios, fue necesario lograr un sistema de interconexión eficiente.

144. Las dos medidas que destacan dentro de la Regulation NMS son: (i) la *Order Protection Rule*; y, (ii) la *Access Rule*.

145. La *Order Protection Rule* busca explicitar en la normativa el principio de conseguir el mejor precio de mercado para los inversionistas al momento de la transacción, obligando a todas las bolsas a establecer, mantener y vigilar el cumplimiento de reglas y políticas que eviten transacciones a un precio menos conveniente. Se considera que si se ejecuta una orden a un precio distinto del mejor precio de mercado en ese momento hay al menos tres partes afectadas: (i) la parte que percibe un precio menos conveniente; (ii) la parte cuya oferta (más conveniente) no fue considerada; y, (iii) la parte que percibe un precio más conveniente que lo que debía.

146. Por su parte, la *Access Rule* establece que las bolsas no pueden discriminar entre aquellos intermediarios que son miembros de la misma y aquellos que, sin serlo, acceden a dicha bolsa a través de intermediarios que sí son miembros. Esto es necesario para poder cumplir con el objetivo de ejecutar las órdenes en las mejores condiciones de mercado y de la forma más eficiente posible.

147. Cuando entraron en vigencia las modificaciones de la Regulation NMS, se determinó que las bolsas podían cobrar una tarifa de acceso, cuyo valor máximo se fijó en US \$ 0,003 por acción, o un 0,3% del precio de la acción en caso que éste fuera menor a US \$ 1. Esta tarifa de acceso puede ser cobrada por la bolsa que (i) recibe una oferta de otra bolsa, y (ii) genera un cierre con la mejor oferta vigente. Debe destacarse que esta tarifa opera como un precio máximo, por lo que cada bolsa tiene libertad de determinar el cobro que estime conveniente, siempre y cuando no supere estos límites.

Comunidad Europea

148. La Comunidad Europea, por su parte, publicó en 2004 la Directiva 2004/39 del Parlamento Europeo, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID - *Markets in Financial Instruments Directive*). Esta directiva establece un enfoque distinto a la Regulation NMS porque entiende que el precio no es el único factor para determinar la mejor ejecución de una orden.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

149. En efecto, el artículo 21 de esta directiva se titula *“Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente”*, y su texto indica lo siguiente: *“(l)os estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, las empresas de inversión adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica”*.

150. Para poder cumplir con esta disposición, los Estados miembros de la Comunidad Europea deben requerir a los corredores de bolsa que definan y apliquen una política de ejecución de órdenes que permita obtener el mejor resultado posible para sus clientes. Esta política de ejecución de órdenes debe incluir información sobre los factores que influyen en la plataforma de negociación que elija el corredor.

151. La Directiva 2004/39 fue complementada en 2006 con la Directiva 2006/73, que en su artículo 44, sobre *“Criterios de ejecución óptima”*, señala que los Estados miembros deben velar para que las empresas de inversión tengan en cuenta los siguientes criterios al ejecutar las órdenes de los clientes: (i) las características del cliente; (ii) las características de la orden; (iii) las características de los instrumentos financieros objeto de la orden; y, (iv) las características de los centros de ejecución a los que puede dirigirse la orden. Señala este mismo artículo que *“(a) fin de determinar si la ejecución es óptima, siempre que exista más de un centro en competencia para ejecutar una orden en relación con un determinado instrumento financiero, al objeto de evaluar y comparar los resultados que el cliente puede obtener según la orden se ejecute en uno u otro de los centros considerados en la política de ejecución de órdenes de la empresa como aptos para la ejecución de esa orden, en esa evaluación se tomarán en consideración las comisiones y los costes de la propia empresa que se deriven de la ejecución de la orden en los diferentes centros aptos para ello”*. Asimismo, se establece que los Estados miembros *“exigirán a las empresas de inversión que no estructuren ni carguen sus comisiones de manera que discriminen injustamente entre centros de ejecución”*.

España

152. En este país, las transacciones de valores solían realizarse en cuatro bolsas – las de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia–, que operaban de forma fragmentada. Para eliminar esta fragmentación, la Ley 24/1988 de Mercado de Valores integró el mercado, en la práctica, en una única plataforma electrónica cuando en 1989 entró en operación el Mercado Continuo, que comunica las cuatro bolsas existentes a través del Sistema de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

Interconexión Bursátil (“SIBE”). Este sistema tiene como objetivo asegurar la existencia de un mercado único y líquido.

153. El SIBE es la plataforma electrónica que interconecta las bolsas existentes en tiempo real. Todos los intermediarios financieros que son miembros de alguna de las cuatro bolsas de España pueden operar en este sistema. Esta plataforma es administrada por Sociedad de Bolsas S.A., la que a su vez es operada por Bolsas y Mercados Españoles (“BME”), sociedad en la que participan las cuatro bolsas de ese país.

154. En el mercado de valores de España también se busca lograr la mejor ejecución de cada orden, al igual que en los otros casos descritos. Para lograr esto, el sistema actual permite a las cuatro bolsas dirigir sus órdenes al SIBE, el que calza las órdenes de forma automática, según criterios de precio y oportunidad. Luego, este sistema permite que se forme un único precio y un único libro de órdenes para cada instrumento financiero transado. Este mercado de valores opera con una única contraparte central (BME Clearing) y un único depósito de valores (Ibercelar).

III.2.iii. Antecedentes acompañados en el expediente sobre OIB e Interconexión

155. En opinión de la FNE, el mercado bursátil se encontraría fragmentado actualmente producto de la existencia de múltiples bolsas de valores que no se encuentran interconectadas mediante sistemas de calce vinculante, automático e instantáneo, lo que reduciría la liquidez de cada una de las bolsas, entorpecería el principio de mejor ejecución de las órdenes y afectaría la correcta formación de precios de los valores transados.

156. A fojas 97, la FNE acompañó el informe económico “*Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar las bolsas)*”. Este informe parte de la base que el mercado secundario de valores es uno solo, porque las unidades de un título cualquiera (por ejemplo, las acciones de una empresa en particular) serían perfectos sustitutos entre sí. Indica el informe que este mercado puede estar integrado o fragmentado y que, en el caso de un mercado integrado, los intercambios bilaterales se hacen a mínimo costo y se agotan las ganancias. En un mercado fragmentado, por el contrario, el arbitraje no se alcanzaría a mínimo costo y la fragmentación afectaría el precio de equilibrio del activo.

157. A juicio del autor del informe citado en el párrafo anterior, en Chile el mercado secundario de valores estaría actualmente fragmentado, porque una operación interbolsas se trata menos favorablemente que una operación dentro de una misma bolsa. Esta discriminación, indica el informe, no tendría fundamentación económica. Señala que las OIB existentes hoy, que deberían integrar el mercado, son ineficaces

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

pues, de lo contrario, no se observarían cierres con una punta en otra bolsa. Agrega que entre enero de 2010 y abril de 2013 el 29,6% de las operaciones cerradas en la BEC presentaron una mejor punta en otra bolsa, lo que sería un indicador de fragmentación.

158. En dicho informe también se señala que otro indicador de fragmentación sería el hecho que tres de corredores no duales de la BEC son además operadores directos de la BCS. Para ello, les pagan derechos a la BCS, les arriendan terminales, depositan una garantía equivalente al precio de la última transacción de una acción de dicha bolsa de valores y dado que son operadores directos, realizan un pago al corredor de la BCS. Dicho de otro modo, un corredor no dual que quiere la liquidez de todo el mercado debe “pagar dos veces”. Esto, a juicio del informe, sería evidencia de fragmentación y del fracaso de las OIB, porque si el mercado estuviera integrado ningún corredor estaría dispuesto a pagar por ser operador directo en otra bolsa.

159. Se agrega en el citado informe que hoy en día las OIB serían casi irrelevantes, pues nunca han sido más del 0,4% del total de transacciones en el mercado, salvo en el año 2003. Además, se señala que nunca se ha originado una operación interbolsas en la BCS. En cualquier caso, indica que el arbitraje es casi perfecto porque las diferencias entre los precios en una y otra bolsa son muy bajos: “la diferencia porcentual entre el precio de cierre y la punta en otra bolsa es de sólo 0,432% y la mediana es 0,152%”.

160. Continúa el informe recordando que en 2013 la SVS sancionó a BTG Pactual y a Bice Inversiones, señalando que incluso diferencias pequeñas entre el precio de la transacción en una bolsa y la punta en otra bolsa son inaceptables.

161. El autor de este informe explica también por qué las actuales regulaciones de las OIB no son suficientes para integrar el mercado. Sobre este punto, entrega las siguientes razones: (i) las OIB se tratan menos favorablemente que las operaciones intrabolsas; (ii) una oferta interbolsas no puede ingresar a otra bolsa sin haberla mantenido en la propia bolsa por al menos tres minutos; cumplido ese plazo, la oferta se puede mover a otra bolsa y retirar de la bolsa original; (iii) las ofertas interbolsas entran en la rueda sólo en la Bolsa de Valparaíso; en las otras bolsas, las ofertas aparecen en las pantallas de los corredores, pero en una ventana distinta; (iv) las ofertas interbolsas no son vinculantes; es decir, un corredor no está obligado a tomar una oferta interbolsas, aún si su precio es más conveniente; y, (v) si la operación se cierra, es producto de un acuerdo bilateral entre los corredores y no se liquida a través del CCLV, por lo que existe riesgo de pago, lo que no ocurre en las operaciones intrabolsas.

162. A juicio del informante, desde el punto de vista de la libre competencia, la liquidez en el mercado sería imperfecta cuando un subconjunto de corredores no puede cerrar

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

transacciones con todos los restantes corredores porque no están conectados en tiempo real. Si este es el caso, el mercado se fragmenta y los costos de transacción aumentan.

163. Agrega que si bien la fragmentación disminuiría con los corredores duales, ella no se eliminaría. En su opinión, la fragmentación destruiría excedentes y dañaría tanto a los inversionistas como a los corredores. Indica que la fragmentación sólo le convendría a un grupo de corredores si el daño que ésta ocasiona a otro grupo de corredores es suficientemente grande como para crear una ventaja competitiva que compensase el daño propio. Indica que eso ocurriría cuando un grupo de corredores es suficientemente grande en relación al otro –por lo que finalmente la bolsa “grande” sería líquida, ya que todas las operaciones se realizarían allí–, o cuando la fragmentación permite excluir a un grupo de corredores pues, si se logra excluir a un grupo rival, es posible explotar poder de mercado a través de los derechos de bolsa.

164. A su juicio, si bien con la fragmentación la liquidez disminuye para todas las bolsas de valores, se produce un daño mayor para las más pequeñas al contraerse la oferta de corretaje y el consecuente desplazamiento de inversionistas hacia el grupo de corredores que ofrece mayor liquidez.

165. Agrega que la fragmentación es anticompetitiva cuando se produce como resultado de la negativa de un grupo de corredores a transar en las bolsas más pequeñas, lo que podría excluir del mercado a los corredores de estas últimas pues se verían obligados a cobrar más barato, hasta un punto en el que no podrán soportar los costos. De este modo, la oferta total de corretaje caería pero no la liquidez, pues todo el volumen se trasladaría a la bolsa sobreviviente. En consecuencia, se terminaría con un mercado “líquido” pero “caro”. Si la fragmentación es eficaz para excluir a los corredores de las bolsas más pequeñas, la entrada individual de corredores sólo podría producirse creando una nueva bolsa, que fue lo que ocurrió cuando se creó la BEC.

166. Adicionalmente, la fragmentación reduciría el atractivo del corretaje y contribuiría a que, en equilibrio, la concentración sea mayor. Esto haría que aumente la comisión de equilibrio lo que perjudicaría a los inversionistas. Si bien los corredores duales mitigarían el daño que la fragmentación genera, ella seguiría siendo anticompetitiva.

167. El informe señala, asimismo, que las OIB actuales no serían vinculantes, sino que más bien operarían como un sistema de información a través del cual los corredores pueden transar en una bolsa de la cual no son miembros.

168. Señala este autor que actualmente no existirían inconvenientes desde el punto de vista tecnológico para el calce automático. Además, señala que deberían seguirse las siguientes condiciones para garantizar la integración del mercado: (i) toda oferta debería

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

aparecer en las pantallas de todos los operadores, independientemente de su membresía; (ii) las reglas de calce deberían ser las mismas y vinculantes para todas las ofertas; (iii) todas las transacciones deberían liquidarse en el CCLV; y, (iv) debiera implementarse, además, un sistema de difusión de ofertas punta en el mercado.

169. En cuanto al costo de la integración, señala el informe que la BEC lo estima en un millón de dólares de los Estados Unidos de América, a lo sumo. Adicionalmente, dado que el costo marginal de cerrar una transacción sería cero –pues las bolsas operan actualmente con holgura casi ilimitada–, no se debería cobrar al corredor de otra bolsa por cerrar una operación interbolsas. El autor argumenta que, de aplicarse peajes interbolsas, la integración del mercado podría anularse económicamente.

170. Concluye el informe señalando que la integración favorecería a los inversionistas, porque llevaría a comisiones más bajas e igualaría la liquidez de los corredores, independientemente de su membresía a una u otra bolsa. Por último, afirma que sostener que una bolsa tiene un derecho de propiedad sobre la liquidez equivaldría a afirmar que tiene un derecho de propiedad sobre las rentas que crea el poder de mercado.

171. Por otra parte, a fojas 727, la Bolsa de Comercio de Santiago acompañó el informe económico “*Diseño Institucional en el Mercado de Valores Chileno*”. Este informe tiene como objetivo evaluar la racionalidad económica de dos aspectos de la operación interbolsas en su forma actual: (i) que las ofertas no sean vinculantes, y (ii) que las órdenes sean presentadas primero en cada bolsa, para ser enviadas a las otras bolsas después de tres minutos.

172. Respecto al punto (i), señala que el hacer que las ofertas interbolsas sean vinculantes sería cuestionable desde el punto de vista económico, pues el precio no sería la única consideración relevante a la hora de evaluar el calce de una orden. Otras consideraciones relevantes serían los costos de transacción, la probabilidad de que la transacción se realice, la velocidad de la misma y el volumen de la orden. Luego, con interconexión vinculante y al mejor precio, se podría entorpecer el proceso de formación de precios, ya que clientes que quisieran hacer transacciones grandes podrían verse forzados a entregar información de sus operaciones a través del calce obligatorio de órdenes más pequeñas a un menor precio para luego completar el resto de la transacción, revelando, por esta vía, información al mercado respecto de la intención de compra o venta sin recibir ninguna ganancia relevante a cambio.

173. Respecto a la exigencia relativa al lapso de tiempo de tres minutos, señala que por la mutualización sería racional que se exija a los corredores intentar calzar órdenes en sus propias bolsas antes de enviarlas a otras bolsas. De esta manera, se asegura que

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

los beneficios derivados de las inversiones en una bolsa sean percibidos por sus corredores accionistas, que serían quienes financiaron la inversión en la bolsa respectiva. Argumenta que si cualquier corredor, independiente de si ha financiado dichas inversiones como accionista, pudiera participar en la bolsa y beneficiarse de ellas, disminuirían fuertemente los incentivos de la bolsa principal a realizar inversiones, lo que podría reducir considerablemente la calidad del mercado de valores. Agrega que, dado lo anterior, en el largo plazo no habrían incentivos a participar como accionista en una bolsa proactiva en inversiones e innovaciones y que requiriera garantías importantes, pues se podría acceder a esta inversión sin pagar su costo ni cumplir con sus requisitos. Por último, indica que desde un punto de vista práctico, de no existir un intervalo de tiempo antes de retirar la orden en la propia bolsa para enviarla a otra, existiría el riesgo de calces simultáneos, lo que podría generar problemas.

174. El autor señala que es esperable que las reformas planteadas lleven a un mayor nivel de fragmentación del mercado, por dos motivos. En primer lugar, si existiese un mayor número de OIB, los títulos se transarían en distintas bolsas, lo que genera fragmentación puesto que se haría más costoso acceder al total de liquidez de un título. En segundo lugar, la liquidez se retiraría del mercado consolidado hacia los “*dark pools*” –sistemas de negociación privados donde un participante puede transar acciones, sin que sus ofertas sean visibles para el resto del mercado ni para sus contrapartes en el pool–, para evitar revelar información en las bolsas más pequeñas.

175. Indica que existen argumentos a favor y en contra de la fragmentación. Por un lado, un mercado integrado podría ahorrar costos fijos y aumentar la liquidez en el sistema completo, por el aumento de las economías de escala. Por otro lado, la fragmentación aumentaría la competencia, tanto entre bolsas como entre corredores.

176. El autor explica que evaluar cuál de los efectos es más importante –economías de escala o mayor competencia– requeriría analizar las características específicas de cada mercado. Afirma que, a pesar de no estar en condiciones de predecir si el aumento de transacciones que se realizarían fuera de bolsa debido a la integración de bolsas con calce vinculante, automático e instantáneo, tendría un efecto positivo o negativo, existirían razones que sugieren que un mercado como el chileno obtiene beneficios de la fragmentación. Dichas razones serían que: (i) en mercados pequeños como el chileno, el efecto positivo de economías de redes de la integración dominaría al efecto competencia; (ii) el aumento de competencia entre corredores que se generaría al integrar completamente las bolsas chilenas sería pequeño, al menos en términos estáticos, en comparación con el efecto competencia de integrar las bolsas en mercados distintos al

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

chileno; y, (iii) la mayoría de las corredoras de la BEC también son corredoras de la BCS, por lo que ya estarían compitiendo.

177. A fojas 1127, la Bolsa Electrónica de Chile acompañó el informe económico “*Sobre los efectos y la deseabilidad de las operaciones interbolsa automáticas, vinculantes y en tiempo real*”. En este informe, el autor responde a varios de los argumentos en contra de la integración que han sido planteados en este expediente.

178. En primer lugar, señala que no sería cierto que las OIB vinculantes, automáticas y en tiempo real propuestas impliquen *free-riding* de los corredores de la bolsa de origen, puesto que el único activo que aportaría la bolsa de destino en una operación específica sería su sistema de negociación. Antes que la orden llegue al sistema de negociación, toda la operación sería manejada por los sistemas de la bolsa de origen. De manera similar, una vez cerrada la operación, los *back office* de la bolsa de origen operarían de igual forma que lo harían en una operación intrabolsa. En términos generales, no sería posible hacer una operación interbolsas sin antes formar una bolsa e invertir en los elementos necesarios para poder hacer este tipo de operaciones. De ello, se sigue, a su juicio, que no habría un colapso de la inversión en bolsas por *free-riding*. El autor afirma que la integración mediante OIB vinculantes, automáticas y en tiempo real impediría manipular la liquidez para excluir, por lo que seguramente estimularía la inversión en bolsas.

179. En segundo lugar, señala que las operaciones interbolsas no implican la creación de una bolsa única, como lo habría señalado la BCS a fojas 727. Con interconexión mediante OIB vinculantes, automáticas y en tiempo real, cada bolsa tendría que invertir lo mismo que sin interconexión, por lo que la calificación de bolsa única no se sostendría.

180. En tercer lugar, señala que en Chile no debería observarse un traslado hacia las operaciones en *dark pools*, porque que la ley obliga a los corredores a ejecutar sus órdenes en bolsa.

181. En cuarto lugar, en relación con el argumento de que el precio no sería el único atributo que importa en una operación en bolsa, el autor señala que el riesgo de contraparte –esto es, el riesgo de pérdida que tendría una de las partes como consecuencia del incumplimiento de su contraparte– se evitaría obligando a que toda las OIB se liquiden en el CCLV, lo que haría irrelevante el monto de la garantía que cada bolsa exige a sus corredores. Además señala que nada impide que los corredores y cada bolsa desarrollen ofertas indivisibles.

182. A fojas 3906 del expediente de investigación de la FNE, acompañado a fojas 878 (“111. Presentación BCS_Censurado.pdf” en V.P. Expediente Físico), se encuentra el

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

informe *“Reflexiones sobre el informe “Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores”*, acompañado a dicho expediente por la Bolsa de Comercio de Santiago.

183. Este informe argumenta que todas las conclusiones del informe *“Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores”*, se sostienen en el supuesto de que una acción transada en cualquier bolsa es un sustituto perfecto de esa misma acción transada en otra bolsa; o lo que es lo mismo, que el único atributo relevante de esa transacción es el precio.

184. Señala el autor que, tal como afirmó en su anterior informe (*“Diseño Institucional en el Mercado de Valores Chileno”*), la racionalidad económica del carácter no vinculante de las ofertas interbolsas y de la *“regla de los tres minutos”* radica en que el precio no es el único atributo relevante de una transacción en bolsa y, por lo tanto, la ejecución de una transacción en una u otra bolsa se asocia a la provisión de servicios diferentes que son valorados en forma distinta por los clientes.

185. Las dos posiciones que se discuten en los informes económicos previos, considera el autor, se reflejan en las diferencias entre la regulación en EE.UU. y en la Unión Europea. La regla de mejor ejecución estadounidense basada en el mejor precio descansa en el supuesto que las transacciones en distintas bolsas son muy buenos sustitutos, de forma que el valor para el cliente se resume en el precio, ignorando toda otra característica de la transacción (a menos que el inversionista indique expresamente que se calce su orden en una bolsa específica). Por su parte, el marco regulatorio europeo estableció una regla de ejecución que no se basa sólo en precio –y que debe ser fijada por el corredor–, dejando abierta incluso la posibilidad que el inversionista explicita condiciones distintas a las establecidas por el corredor.

186. Se señala en el informe que la pregunta *“¿cuál de las dos reglas es mejor?”* (una del tipo *“sólo el precio importa”* o una del tipo *“importan además otras cosas”*), sólo puede resolverse empíricamente. En el caso chileno, menciona que las garantías exigidas a los corredores por cada una de las bolsas para colocar una orden son muy distintas, así como los costos de transacción de operar en una u otra y, adicionalmente, los volúmenes de liquidez. Entonces, una regla de mejor ejecución basada únicamente en el precio, sin atender características como el monto de la orden en el caso de órdenes grandes, puede terminar entorpeciendo la búsqueda del mejor precio por el total de la orden.

187. Se argumenta en el informe que cuando existen consideraciones distintas del precio que son relevantes, la regla de mejor ejecución basada únicamente en esa variable produciría que los corredores se verían forzados a realizar operaciones no deseadas,

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

retirando las órdenes del mercado formal y llevándolas a “*dark pools*”, plataformas de liquidez fuera de los libros. La aparición y magnitud de estos “*dark pools*” serían un indicador de que la regla de mejor precio distorsiona el mercado y termina fragmentándolo por la vía de incentivar transacciones fuera de bolsa. Agrega el autor que, si se siguen las conclusiones del informe presentado a fojas 97, se concluiría que las bolsas no influirían ni en la oferta ni en la demanda de las órdenes, por lo que, asumiendo que los derechos de bolsa de las distintas plataformas son iguales, las bolsas no realizarán inversiones porque los corredores preferirán siempre la bolsa más barata –que es la que menos invierte–. De igual forma, este autor señala que si se forzara la integración total con una regla basada exclusivamente en el precio, eliminando la regla de los tres minutos, las bolsas perderían los incentivos de realizar inversiones.

III.2.iv. Efectos en la competencia

188. Se define fragmentación⁵ como la inhabilidad de una orden en un mercado (bolsa) de transarse con la orden en otro mercado (bolsa). La fragmentación es una consecuencia de la existencia de bolsas de valores separadas que compiten entre sí.

189. Siguiendo esta definición de fragmentación, el mercado de valores chileno teóricamente se encontraría fragmentado. Como señala el informe acompañado por la FNE a fojas 97, la fragmentación afecta la liquidez del mercado, entendida como la posibilidad de transar continuamente un activo. En el referido informe de fojas 97 se señala que el mercado secundario de valores chileno permanece fragmentado debido a que las OIB son ineficaces. Por este motivo, indica que se observan cierres de operaciones con una punta o mejor oferta en otra bolsa. Añade que otro indicio adicional que da cuenta de esta fragmentación es la existencia de operadores directos, por el doble costo que deben pagar para poder acceder a la mayor liquidez de la otra bolsa. Según sus cálculos, el costo mensual total es similar a las UF 220 que un corredor paga a la BEC si llega al tramo de mayor volumen de transacciones.

190. Teóricamente, la existencia de más de una bolsa permite que exista más competencia entre ellas, lo que debería redundar en menores precios (derechos de bolsa y otros) y mayor innovación. Sin embargo, el que existan múltiples bolsas produce al mismo tiempo fragmentación si es que las operaciones se realizan en distintas bolsas sin que haya una integración efectiva, afectándose la liquidez del mercado y la formación de los precios de los valores transados. Dado lo anterior, este Tribunal observa que existe una tensión entre los beneficios competitivos de la existencia de múltiples bolsas y la pérdida de eficiencia derivada de la consecuente fragmentación.

⁵ Véase Amihud y Mendelson (1996) “*A new approach to the regulation of trading across securities markets*”.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

191. Tal como señalan De la Cuadra, Galetovic y Zurita (1999) –en su informe denominado “Los efectos competitivos del peaje interbolsas”–, *“un mercado de instrumentos financieros integrado es el lugar donde se arbitran las diferencias de precios de instrumentos financieros”*. Ello se logra sin que necesariamente los mercados sean uno solo. El arbitraje de precios permite integrar mercados porque el bien transado es el mismo, en este caso, los valores objeto de las órdenes de compra o venta. Asimismo, como señalan estos autores, *“dos mercados están segmentados cuando entre ellos subsisten en el tiempo diferencias de precios que no pueden ser explicadas por el mínimo costo de transacción que permite la tecnología disponible”*. A juicio de este Tribunal, y tal como lo indican los autores de los informes presentados por la BCS, la FNE y la BEC, hoy existiría arbitraje entre bolsas, lo que se logra mediante los operadores duales y los operadores directos. Como se señaló, sólo cuatro corredores operan únicamente en la BEC y en la BVV, en tanto sólo doce operadores no operaron en la BCS durante 2014.

192. Sin perjuicio que el arbitraje indicado ha permitido que los precios de los valores en las diversas bolsas sean casi idénticos, dicho arbitraje entre bolsas no se produce al mínimo costo, porque los que operan en más de una bolsa tienen un doble costo. Por un lado, pagan el derecho de bolsa en su bolsa de origen y, por el otro, el derecho de bolsa correspondiente para poder transar en la otra bolsa, lo que genera una ineficacia y un problema de redistribución de rentas, debido a que las utilidades por los derechos de bolsa recaudados se asignan entre los accionistas, los que a su vez, son los corredores de cada bolsa. Esto explica por qué la mayor parte de los corredores está a favor de una interconexión obligatoria.

193. No debe perderse de vista que, actualmente, el mercado de valores chileno se encuentra prácticamente monopolizado, en el sentido que más del 99% de las transacciones se producen en una de las tres bolsas, por lo que en los hechos la fragmentación en Chile es muy baja. Este hecho se puede explicar, principalmente, por las externalidades de red que se generan en este mercado, las que, en ausencia de interconexión, se limitan al interior de cada una de las bolsas.

194. Las externalidades de red que presentan las bolsas de valores hacen que la eficiencia del mercado aumente a medida que existen más usuarios en la plataforma. En efecto, la plataforma (bolsa de valores) ofrece el servicio de liquidez a demandantes y oferentes de valores, por consiguiente, a mayor número de inversionistas mayor es la probabilidad de encontrar a alguien que quiera comprar o vender lo que se está transando. Así, la eficiencia del mercado es mayor si aumenta el tamaño de una bolsa, o bien, cuanto más interconectado esté con otros mercados o bolsas. Esto permite disminuir las diferencias de precio entre las distintas plataformas.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

195. Las externalidades de red aparecen además en la forma como se ofrecen los servicios que están verticalmente relacionados con la transacción financiera. Así, a medida que aumenta el número de transacciones en una bolsa, mejoran los servicios de soporte, *back office* y adicionales que dicha bolsa otorga a quienes transan en ella.

196. Como se puede observar, a medida que aumenta el número de transacciones en una bolsa aumentan las externalidades de red presentes en ella. Sin embargo, tal como se adelantó en el párrafo 190, ello va en desmedro de la competencia entre bolsas en la medida que las nuevas transacciones se concentren en la de mayor tamaño, lo que actualmente se ha producido en el mercado de las bolsas de valores en nuestro país.

197. Las externalidades de red, junto con la disminución en los costos de operación de las bolsas, explica por qué las bolsas a nivel mundial han migrado de un sistema con rueda física donde las transacciones se realizaban a viva voz, a uno de transacciones electrónicas. También explica por qué se han integrado las bolsas de valores a nivel mundial, o bien, por qué han suscrito alianzas entre ellas.

198. Adicionalmente, en este mercado la calidad del mismo también es relevante para el inversionista en términos de la ejecución de las órdenes⁶. Existe una externalidad indirecta positiva para el inversionista que aparece en la medida que se ofrece un mayor número de los servicios que componen toda la transacción financiera. Estos incluyen tanto los servicios principales como los de un *broker*, los de llevar la oferta a la rueda, los necesarios para lograr su calce, entre otros, así como los de soporte o adicionales como los de custodia de valores, liquidación y compensación, garantías, etc. Por ello es esperable que las bolsas con mejor calidad de mercado atraigan transacciones con volúmenes mayores.

199. También existe un efecto escala porque si los costos fijos de una bolsa se distribuyen entre más corredores, disminuye el costo medio de operar para todos ellos (informe “*Diseño Institucional en el Mercado de Valores Chileno*”, acompañado a fojas 727, página 20). Este efecto escala tiende a la concentración de operadores en una misma bolsa y, en consecuencia, disminuye la competencia entre ellas, si es que la escala de operación total de transacciones es inferior a la mínima necesaria para que sea eficiente tener múltiples bolsas.

200. Por todo lo expuesto, la interconexión entre bolsas podría extender las externalidades de red a todas las bolsas del país. De esta manera, si es posible realizar operaciones interbolsas automáticas, vinculantes y en tiempo real, un corredor operando

⁶ Véase Smith, Turnbull, White (2000) “*Networking Externalities, Market Quality and Trading Activity*”.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

en cualquier bolsa tendría acceso a la totalidad de la liquidez del mercado. Este es el principal argumento a favor de la interconexión.

201. Por otra parte, la utilidad esperada de cada inversionista debiera tender a aumentar a medida que se incrementa el número de intermediarios o corredores que operan en dicho mercado o bolsa, ya que generaría competencia que reduciría las comisiones que éstos cobran a sus clientes.

202. Otro potencial beneficio de la interconexión antes señalada es la mejora en la posición competitiva de las bolsas de menor tamaño con respecto a la BCS. Como ya se señaló, las economías de red presentes en el mercado de las bolsas de valores llevan a que la competencia entre ellas se vuelva cada vez menos intensa a medida que la liquidez se concentra en uno de los actores. Por ello, la interconexión permitiría a las bolsas de menor tamaño acceder a la liquidez total del mercado, reduciendo sus desventajas competitivas con respecto a la BCS, aumentando con ello la intensidad competitiva entre los distintos actores del referido mercado.

203. En cuanto a los problemas de *free riding* que podría presentar la interconexión forzosa, no existen suficientes antecedentes en autos que permitan afirmar de manera definitiva que disminuirían los incentivos a realizar inversiones en las bolsas. En efecto, tal como se señala en el informe económico acompañado por la BEC a fojas 1127, página 11, *“en una transacción interbolsas el único activo que aporta la bolsa de destino, y sólo para una operación específica claramente delimitada, es su sistema de negociación. En efecto, antes de que la orden llegue al sistema de negociación, toda la operación es manejada por los sistemas de la bolsa de origen. [...] Más generalmente, no es posible hacer una operación interbolsas sin antes formar una bolsa e invertir en los elementos necesarios para hacer operaciones interbolsa.”*

204. En relación con el otro problema alegado que podría producir la interconexión obligatoria, relativo a la disminución e eliminación de los incentivos para establecer requisitos superiores a los mínimos definidos por ley en materia de seguridad y garantías, se debe tener presente que la SVS en su Oficio N° 6.546, señaló que las operaciones en bolsa presentan los siguientes riesgos: (i) riesgo de crédito, que es la pérdida que tendría una de las partes cuando la otra no cumple con sus obligaciones; (ii) riesgo operacional propio, que es el riesgo de errores en los sistemas de los intermediarios de valores; y, (iii) riesgo operacional de terceros, que es el riesgo que asumen los intermediarios cuando realizan transacciones por medio de sistemas mantenidos por terceros.

205. Hoy día, una de las variables competitivas de las bolsas es la forma en que minimizan estos riesgos. Los requisitos operacionales, regulatorios y de garantías serían

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

definiciones estratégicas de cada bolsa. Sin embargo, a juicio de este Tribunal, la interconexión obligatoria no debería incrementar sustancialmente dichos riesgos en la medida que la autoridad sectorial establezca los requisitos mínimos de operación que permitan minimizar los riesgos mencionados.

206. Como se señaló en el párrafo 190, actualmente el mercado de valores chileno se encuentra fragmentado, lo que genera que existan algunas transacciones realizadas a precios ligeramente distintos del mejor precio disponible en un determinado momento. En cualquier caso, como señala el informe económico acompañado por la FNE a fojas 97, las diferencias de precio entre las transacciones efectivamente realizadas y la mejor punta disponible en otra bolsa son pequeñas la mayor parte de las veces, ya que *“la diferencia porcentual entre el precio de cierre y la punta en otra bolsa es de sólo 0,432% y la mediana es aun menor, 0,152%. Más aún, el 90% de las veces la diferencia no es mayor que 1%. De manera similar, el monto promedio que perdió el inversionista que, según sea el caso, compró o vendió mal es de \$24.072; la mediana es bastante menor, apenas \$3.448; y en el 99% de las transacciones, la pérdida no supera los \$310.000. Como punto de referencia, nótese que la transacción promedio en la bolsa electrónica fue de unos \$61,1 millones, y que la transacción mediana es unos \$6,9 millones.”*

207. Si bien es cierto que las transacciones en que se observa este fenómeno es un porcentaje bajísimo del total de transacciones –como se señaló en el párrafo 121–, y las diferencias de precio son muy menores, a juicio de este Tribunal ello se explica principalmente porque en la principal bolsa del país actualmente se cierra más del 99% del total de operaciones.

208. Por último, limitar exageradamente la forma en que los privados administran sus activos puede incentivar las transacciones fuera de bolsa, ya sea a través de negociaciones bilaterales o, incluso, con la creación de *dark pools*, tal como fueron descritos en el párrafo 174. Sin embargo, este riesgo puede ser mitigado si se permite que un sistema integrado tenga la suficiente flexibilidad para operar en las condiciones que los compradores y vendedores estimen necesarias para proteger sus propios intereses, como, por ejemplo, permitiendo al inversionista restringir la ejecución parcial de sus órdenes o la bolsa en que éstas deben cursarse.

209. Desde un punto de vista de libre competencia, la interconexión de bolsas vinculante, automática e instantánea resuelve –al menos parcialmente– la baja competencia entre bolsas en un mercado fragmentado, puesto que en lugar de existir competencia “entre redes” –o entre plataformas o bolsas– podría generar una mayor competencia por entregar acceso a una única red o plataforma (el sistema interconectado de bolsas). Debe tenerse presente en cualquier caso que, al menos en el corto plazo, es

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

posible que no hayan efectos muy marcados de generarse una interconexión como la propuesta, dado el gran diferencial de tamaño entre la BCS y las otras dos bolsas del país.

III.2.v. Conclusiones – Interconexión

210. Teniendo en consideración lo señalado, este Tribunal estima que la interconexión obligatoria, con calce vinculante y automático podría mejorar la competencia entre bolsas, lo que redundaría en mejores precios para los oferentes y demandantes de valores.

211. Sin embargo, como se señaló, una regulación en ese sentido no está exenta de riesgos para el mercado de valores. Por ello, este Tribunal estima que, de implementarse, sería necesario definir en la regulación un piso mínimo relativo a garantías para contrarrestar los riesgos de crédito y contraparte que pueden generarse. Una alternativa para ello es exigir que todas las OIB se realicen utilizando una contraparte central que provea las garantías necesarias.

212. Respecto a la existencia o no de peajes por OIB, los antecedentes agregados al presente expediente de recomendación normativa son indicativos de que el costo marginal de estas operaciones sería cercano a cero, en cuyo caso no correspondería que se cobraran estos peajes. Solamente debería fijarse un peaje interbolsas si existe un costo marginal tal que justifique su cobro, en cuyo caso el peaje debería ser determinado por el regulador. Con todo, teniendo presente las dificultades de regular peajes en redes de transacción asimétricas, como es precisamente el caso del mercado chileno, con bolsas de diferente tamaño, la recomendación habitual es mantener este peaje en cero⁷. Refrenda esto el hecho de que la industria muestra externalidades de red, lo que por sí solo sugiere que de haber un precio, éste sea inferior a su costo marginal.

213. Por último, teniendo en consideración que existen casos en que el precio podría no ser la única variable de decisión final del cliente, se recomendará mantener lo señalado en la Circular N° 253 de la SVS en el sentido de que siempre que los compradores o vendedores de valores lo soliciten explícitamente, las transacciones puedan realizarse bajo condiciones específicas. Estas condiciones podrán incluir, por ejemplo, el que cierta operación se desarrolle en una bolsa específica, el que se restrinja la parcialización de una transacción u otras que sean requeridas por el inversionista a los intermediarios y que sean objetivas, específicas y técnicamente factibles.

⁷ Véase las recomendaciones para el sector de la telefonía móvil que hacen respecto de los cargos de interconexión los trabajos de Armstrong (2002) "The theory of access pricing and interconnection" en Cave, Majumdar y Vogelsang (eds.), *Handbook of Telecommunications Economics*; y DeGraba (2002) "Bill and keep as the efficient interconnection regime?: A Reply", *Review of Network Economics* 1: 61-65.

III.3 Desmutualización

III.3.i. Antecedentes

214. En general, un proceso de desmutualización consiste en un cambio desde una estructura mutual –que es propiedad de sus miembros y que no tiene fines de lucro– a una estructura societaria con fines de lucro. Sin embargo, en esta materia la desmutualización implica la separación de la propiedad de las bolsas (y los derechos políticos que de ello derivan) del derecho a acceder a su plataforma con el fin de transar valores en ella. Así, el acceso al derecho de transar se transforma en un asunto contractual entre el corredor y la respectiva bolsa. Por ello la desmutualización altera la estructura del gobierno corporativo de las bolsas sin perjuicio de que su operación y servicio pueda mantenerse igual.

215. En la literatura especializada⁸ se reconoce que los procesos de desmutualización han sido empujados por los avances tecnológicos y las presiones competitivas, especialmente de otras jurisdicciones, dado el estado de globalización actual.

216. Si bien el impacto real que un proceso de desmutualización genera en una determinada bolsa de valores depende, en definitiva, de las definiciones estratégicas que se adopten, diversos intervinientes y aportantes en estos autos han señalado que en general los principales beneficios que acarrearía la desmutualización de las bolsas de valores serían que: i) reduciría las barreras de entrada al mercado de la intermediación financiera; ii) disminuiría los riesgos asociados a la integración vertical de los servicios de bolsa con los de corretaje; iii) generaría un incentivo a desarrollar el rol de la plataforma bursátil de las bolsas de valores, lo que las lleva a competir innovando y diversificando sus servicios; y, iv) produciría mejoras en el gobierno corporativo de las bolsas de valores.

217. En cuanto a los dos primeros beneficios, que son los que más directa relación tienen con la libre competencia, la desmutualización reduciría barreras de entrada al mercado de intermediación y los riesgos propios de una integración vertical de los mercados de plataforma y de corredores, ya que, al menos teóricamente, una bolsa mutualizada tendría incentivos para establecer barreras a la entrada de nuevos corredores o para negarse a contratar con ellos debido a que éstos serían sus competidores.

218. Sin perjuicio de lo anterior, los procesos de desmutualización también producen algunas dificultades, relacionadas principalmente con el rol regulatorio que las bolsas de

⁸ Véase Elliot (2002) “*Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective*”; Aggarwal, Ferrel y Katz (2006) “*U.S. Securities Regulation In a World of Global Exchanges*”; IOSCO Technical Committee (2001) “*Issues Paper on Exchange Demutualization*”.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

valores cumplen y que consiste, básicamente, en la reglamentación de la actividad bursátil de ella y sus corredores, velar por el estricto cumplimiento por parte de sus miembros de los más elevados principios de ética comercial y disposiciones legales y aplicar sanciones a sus miembros. La desmutualización debiera gatillar cambios en las estrategias y prioridades de las bolsas de valores que pueden devenir en un conflicto entre sus finalidades comercial y regulatoria, debido al mayor interés de maximizar las utilidades de la bolsa que naturalmente se produce bajo una estructura menos integrada verticalmente. Así, podría reducirse el estándar exigido a los corredores para transar en ellas y a las empresas emisoras inscritas en la bolsa de valores, con el fin de obtener mayores ganancias. También pueden generarse situaciones de subsidios cruzados ya que las bolsas podrían tener incentivos a usar sus ingresos para fines comerciales en lugar de destinarlos a cubrir los costos de regular o fiscalizar a sus usuarios.

219. En cuanto a la experiencia internacional, el proceso de desmutualización se inició el año 1993 con la Bolsa De Valores de Estocolmo y luego le siguieron, considerando las experiencias y necesidades propias de cada una de ellas, la Bolsa De Valores de Helsinki y la Bolsa de Valores Nacional de India en 1995, la Bolsa de Copenhague en 1996, la Bolsa de Ámsterdam en 1997, la Bolsa de Australia en 1998, las bolsas de valores Toronto, Hong Kong y Londres en 2000, entre otras.

220. Los principales aspectos que deben regularse con la desmutualización de las bolsas dicen relación con el rol asignado a la auto-regulación, el límite a la propiedad de las bolsas de valores y las facultades otorgadas a la autoridad.

221. En Australia, la Bolsa de Valores de Australia (ASX) mantuvo todas sus funciones auto reguladoras, sin perjuicio de que ellas fueron fortalecidas al exigirle presentar un reporte anual sobre sus actividades de supervisión. En cuanto a su auto inscripción, la administración de las reglas de registro de las empresas emisoras pasó a la autoridad administrativa, la Comisión Australiana de Valores e Inversiones. En lo relativo a límites de propiedad, se estableció que una persona no puede ser dueño de más de un 15% de las acciones de la ASX.

222. En Hong Kong se impuso la exigencia de que el número de directores nombrados por los accionistas de la Bolsa de Valores (HKEx) y aquellos nombrados por el Secretario de Finanzas (que representan el interés público al interior de la bolsa) sea el mismo. Por otro lado, la HKEx si bien mantiene sus funciones regulatorias está sujeta a una supervigilancia de la Comisión de Valores y Futuros cuando exista un conflicto de interés con otras empresas emisoras inscritas en ella. Adicionalmente, tratándose de los productos y servicios de la HKEx ofrecidos de manera monopólica, la Comisión tiene poderes sobre las tarifas que ésta cobra. Cabe señalar que la Comisión debe aprobar los

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

nombramientos de altos ejecutivos. En cuanto a límites de propiedad, una persona no puede ser dueño de más de un 5% de las acciones de la HKEx.

223. Con respecto a la Bolsa de Valores de Toronto (TSX), se estableció que ninguna persona puede ser dueño de más de un 5% de sus acciones, a menos que haya una autorización de la Comisión de Valores de Ontario. Con respecto a los miembros del Directorio de la TSX, se definió una distribución igualitaria entre directores independientes y aquellos representantes de los corredores. Adicionalmente, en vista de eventuales conflictos de interés, la TSX traspasó a una entidad independiente sus funciones regulatorias.

224. En Singapur, la Bolsa de Valores de Singapur (SGX) mantuvo sus funciones regulatorias. Sin perjuicio de ello la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS) debe aprobar los nombramientos del presidente y gerente general de la Bolsa. También se estableció que una persona no puede ser dueño de más de un 5% de las acciones de la SGX, sin perjuicio de que el MAS pueda aprobar una participación mayor sujeto al cumplimiento de algunas condiciones. Adicionalmente, la autoridad administrativa retiene algunos poderes que dicen relación con el nombramiento de directores.

225. Con respecto a la Bolsa de Valores de Londres (LSE), si bien mantuvo alguna de las funciones regulatorias, ellas están sujetas a la supervigilancia de la autoridad administrativa, por ejemplo tratándose del proceso de inscripción de entidades emisoras. También existen límites a la cantidad de acciones de la LSE que una persona puede tener.

226. En relación con las bolsas de Estados Unidos de América, la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) exige que todos sus directores sean independientes, con la sola excepción del gerente general que también debe ser director y, en los casos del NASDAQ y NASD, la cantidad de directores independientes debe ser al menos igual al número de directores de la industria.

III.3.ii. Desmutualización en Chile

227. Hasta el año 2007, la LMV establecía la mutualización obligatoria, exigiendo a los corredores que quisieran ejercer su actividad la adquisición de una acción en cada una de las bolsas en las que quisiera operar.

228. La Ley N° 20.190, de 5 de junio de 2007, introdujo dos importantes modificaciones en esta materia en el artículo 40 N° 5 de la LMV. Por una parte, se agregó la posibilidad de que una bolsa admita que un corredor pueda operar en ella celebrando un contrato y no solamente mediante la adquisición de la respectiva acción. Por otra parte, determinó

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

que ningún corredor podrá poseer más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores. Por su parte, el artículo 40 N° 6 de dicha ley ya establecía un mecanismo para asegurar que cualquier corredor pueda adquirir una acción de la bolsa en la que pretenda operar, reduciéndose con ello una eventual barrera a la entrada a esta actividad.

229. De lo anterior se desprende que la intención del legislador fue avanzar hacia la desmutualización de las bolsas. Esto se ve claramente en el mensaje de la Ley N° 20.190 en el que se señaló que *“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 [..]. La estructura de propiedad de las bolsas desmutualizadas permitirá realizar aumentos de capital que facilitan la obtención de recursos para realizar mejoras tecnológicas a los sistemas de transacción u otros fines”*.

230. En este mismo orden de consideraciones, consultada la SVS sobre la desmutualización de las bolsas, ésta señaló en su Oficio Ordinario N° 14989, de 4 de junio de 2014, que *“conforme a la legislación vigente las bolsas de valores son entidades con fines de lucro y que están facultadas para permitir el acceso a sus sistemas de negociación bursátil a corredores de bolsa que no posean una acción de la bolsa respectiva”*.

231. No obstante lo expuesto precedentemente, el proceso de desmutualización en Chile no ha funcionado en la práctica porque las bolsas de valores siguen exigiendo en sus estatutos que los corredores sean accionistas de ellas, lo que genera –tal como señaló la SVS– que se sigan *“presentando características propias de las bolsas mutualizadas”*.

232. Por estas razones, la FNE solicita que se dicte una recomendación normativa que implique una desmutualización forzosa, es decir, que las bolsas efectivamente no exijan a los corredores la adquisición de una acción para poder operar en ellas. El fundamento se encuentra en los beneficios que produciría la desmutualización, los que se han descrito en los párrafos 216 y 217. En este sentido, propone exigir a los corredores una garantía diferenciada según el volumen de riesgo y de los montos transados por cada uno de ellos, lo que, a su juicio, sería más adecuado que la exigencia actual de una garantía uniforme y a la vez elevada, debido a que aquella podría ayudar a que los corredores cumplan con condiciones objetivas, tales como la solvencia, la adecuada gestión de riesgo, la competencia técnica y el adecuado manejo de riesgo operacional.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

233. En lo que sigue, por lo tanto, este Tribunal analizará si la propuesta de desmutualización forzosa de la FNE produce efectivamente dichos beneficios y si estos se relacionan con el fomento de la libre competencia en este mercado.

234. En cuanto al primer beneficio de la desmutualización forzosa, esto es, la reducción de las barreras de entrada al mercado de la intermediación financiera, la Fiscalía explica que la mutualización, en los actuales términos que establece la LMV, impondría significativas barreras a la entrada de nuevos corredores, sobre todo si se considera que el valor de la acción de la bolsa que concentra más del 98% del mercado (BCS) sería de alrededor de \$2.000.000.000 y que su liquidez sería reducida.

235. A juicio de este Tribunal, ambos argumentos de la FNE –valor de las acciones y escasa liquidez– no son de una entidad tal que amerite una propuesta de modificación normativa, según se explica a continuación.

236. En relación con el costo de las acciones, se debe tener presente que siempre deberá exigirse a los corredores alguna garantía para que puedan cumplir su función y, por consiguiente, enfrentarán un costo de entrada por este concepto. Asimismo, se debe considerar que este Tribunal recomendará la interconexión obligatoria y vinculante de las distintas bolsas de valores, lo que elevará la sustituibilidad entre las acciones de la BCS y las de las otras plataformas bursátiles, al permitir a las corredoras de menor tamaño operar en la primera a través de otras bolsas, sin la necesidad de incurrir en la compra de una acción de alto valor.

237. En lo relativo a la supuesta falta de liquidez de las acciones de una bolsa, se debe tener presente que la disponibilidad de las acciones de las bolsas para un nuevo corredor que quiere ingresar al mercado está garantizada mediante el mecanismo dispuesto en el artículo 40 N° 6 de la LMV que señala que “[t]oda persona aceptada como corredor de una bolsa en la cual se requiera adquirir una acción para operar, lo podrá hacer mediante transacciones privadas o a través del mecanismo de hacer una oferta a firme por un período de hasta 60 días y por un valor no inferior al mayor valor entre el promedio de precio de transacciones en bolsa de acciones del último año y el valor libro actualizado a la fecha de la oferta. Si en ese periodo no hubiere tenido oferta de venta podrá requerir de la bolsa la emisión de una acción de pago al valor más alto de los previamente indicados”.

238. Respecto del segundo beneficio de la desmutualización forzosa identificado por la FNE, esto es, la disminución de los riesgos asociados a la integración vertical de los servicios de bolsa con los de corretaje, a juicio de este Tribunal no existen antecedentes suficientes en autos que confirmen la existencia de elevados riesgos anticompetitivos

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

productos de dicha integración vertical. En efecto, el riesgo de que un corredor pueda excluir a otro está suficientemente mitigado por lo dispuesto en el artículo 40 N° 5 y 6 de la LMV.

239. Considerando lo anterior, el único riesgo que se puede apreciar en esta materia es que exista un accionista que tenga un porcentaje relevante de acciones y que desincentive la entrada de nuevos corredores. Precisamente por ello, este Tribunal recomendará un límite de propiedad en las bolsas, con lo cual finalmente la desmutualización se hace innecesaria para atender este riesgo identificado por la FNE.

240. Respecto del resto de los beneficios de la desmutualización forzosa identificados por la Fiscalía, esto es, los mayores incentivos de las bolsas a desarrollar el rol de plataforma bursátil y las mejoras en su gobierno corporativo, si bien podrían producirse, éstos no tienen relación directa con el fomento de la libre competencia, debiendo las autoridades competentes evaluar la conveniencia de introducir modificaciones legales en esta materia.

241. Por todo lo expuesto, a juicio de este Tribunal no existen antecedentes suficientes que avalen una proposición normativa de desmutualización forzosa en la forma solicitada por la FNE; en particular atendido que se está recomendando establecer la interconexión con calce automático, simultáneo y vinculante entre bolsas. Sin perjuicio de esto, a continuación se analizará la propuesta de desmutualización de la BCS presentada a la SVS en octubre de 2015.

III.3.iii. Propuesta de desmutualización BCS

242. Con fecha 2 de octubre de 2015 la BCS entregó a la SVS un borrador de la modificación de sus estatutos con el fin de adecuar éstos a su eventual propuesta de desmutualización. En la carta que acompaña a dicho borrador se explica que, entre otros aspectos, busca someter al parecer preliminar de la SVS la modificación de sus estatutos, para someterla a la votación de sus accionistas.

243. Posteriormente, con fecha 29 de enero de 2016, la BCS acompañó en estos autos, a fojas 1494, una nueva propuesta de modificación a sus estatutos.

244. En cuanto a las modificaciones que propone, en primer lugar cambia la cantidad de acciones en las que se divide el capital social, pasando de 48 acciones a 48.000.000. En consecuencia, propone la realización de un canje de acciones de 1 a 1.000.000 de nuevas acciones.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

245. En segundo lugar, busca modificar el título III de sus estatutos, referente a los corredores, eliminando tanto los requisitos actuales de postulación para ser corredor y para ejercer sus funciones, como las sanciones aplicables en caso de incumplimiento de sus obligaciones. En reemplazo, se dispone que será el directorio quien establecerá los requisitos que deberán cumplir los corredores para postular y mantenerse en el cargo de corredor de bolsa, señalando expresamente que ellos deberán ser objetivos y no podrán establecer diferencias arbitrarias. De igual manera, será el directorio quien conocerá de las proposiciones de suspensión y pérdida de la calidad de corredor. Cabe señalar que la BCS no ha entregado antecedente alguno referente a los requisitos que su directorio pretende imponer para ser corredor.

246. Por otro lado, se propone modificar la composición del directorio. Si bien se mantiene el número de once directores se establece que al menos tres de ellos no deberán estar vinculados a la BCS y que, de éstos, al menos uno no deberá estar vinculado a las sociedades emisoras inscritas en la BCS. Para estos efectos, los estatutos establecen que no se considerará director no vinculado a la BCS –entre otros– a quien, dentro de los últimos doce meses, haya sido empleado de ella o de cualquiera de sus filiales o coligadas; haya sido director, gerente, administrador, ejecutivo principal o empleado de un corredor miembro de ella; y, mantuviere, directa o indirectamente, una participación relevante en el negocio de la bolsa, entendiéndose por participación relevante una de a lo menos 20% del total de los ingresos o costos consolidados de la BCS.

247. También se busca establecer un límite a la propiedad de la bolsa, estableciendo que ninguna persona, natural o jurídica, en forma individual o conjuntamente con personas relacionadas, según se define en la LMV, podrá poseer, directa o indirectamente, más del 25% de la propiedad de la sociedad.

248. Es relevante para la libre competencia la propuesta de la BCS en esta materia, porque dicho límite se extiende a cualquier accionista y no solamente a los corredores. Sin embargo, el 25% propuesto como límite es excesivo si se considera la experiencia internacional en esta materia, la que en general estima que dicha participación máxima debiera estar entre un 5% y un 10%. Adicionalmente, la LMV vigente establece un límite del 10%, pero sólo a los corredores accionistas.

249. Por lo anterior, este Tribunal recomendará un cambio normativo en el sentido de modificar el actual inciso primero del número 5 del artículo 40 de la actual LMV, haciendo extensivo el límite del 10% de propiedad de una bolsa de valores a cualquier accionista, sea corredor o no.

III.3.iv. Conclusiones- Desmutualización

250. Revisados los antecedentes de autos y la normativa que regula esta materia en la LMV, la desmutualización obligatoria planteada por la FNE y algunos intervinientes de estos autos no mejorará sustancialmente la entrada a este mercado. Lo anterior por cuanto el artículo 40 N° 6 de la LMV permite adquirir acciones de la respectiva bolsa incluso obligando a hacer emisiones en caso de no existir acciones disponibles en el mercado.

251. Por otro lado, la experiencia internacional indica que es razonable establecer un límite a la propiedad de las bolsas. Como se señaló, la LMV en su mismo artículo 40 N° 5 establece límites a la propiedad de las bolsas por parte de los corredores, pero no respecto de terceros, en circunstancias que la mera existencia de un único dueño o controlador de las bolsas de valores podría implicar afectaciones al proceso competitivo en el mercado bursátil. Por lo anterior, un límite de 10% para toda persona natural o jurídica y sus relacionadas tendería a un equilibrio entre el derecho a la propiedad y la eficiencia de los mercados.

252. Si bien es cierto que las bolsas de valores pueden establecer requisitos particulares para que los corredores puedan operar en ellas, dichos requisitos, adicionales a los impuestos por la ley, deben ser objetivos, no discriminatorios y no constituir una barrera de entrada a la actividad de corretaje.

IV. Propositiones

De acuerdo con el análisis efectuado en las consideraciones precedentes, este Tribunal estima justificado ejercer la facultad conferida por el artículo 18° N° 4 del D.L. N° 211, en el entendido que los beneficios de las recomendaciones que se efectuarán superen los costos asociados a dicha regulación –lo que deberá ser determinado por el regulador–, proponiendo a S.E. la Presidente de la República, a través del Ministro de Hacienda, la dictación o modificación de los preceptos legales o reglamentarios necesarios para fomentar la competencia en el mercado de valores, destinados a:

a. Establecer un sistema de interconexión obligatoria, con calce vinculante y automático entre las distintas bolsas de valores del país, mediante la modificación del inciso segundo del artículo 44° bis de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores. Para establecer dicho sistema se deberá analizar si se debe imponer un peaje por las operaciones interbolsas, cuyo monto será determinado por el regulador, el que podría ser aplicable únicamente si el costo marginal de las operaciones interbolsas fuera mayor que cero.

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

b. Establecer los requisitos y condiciones de seguridad que deberán cumplir las bolsas de valores que operen en el sistema propuesto, que permitan enfrentar adecuadamente los riesgos de crédito y contraparte. Si dentro de dichas medidas de seguridad la autoridad considera pertinente la utilización de una única institución como contraparte central, ésta deberá ser licitada por la autoridad competente mediante la cual se asegure una adecuada competencia *ex ante*, utilizando para ello los criterios pro competitivos que este Tribunal ha recomendado en los casos en que se asigna un monopolio.

c. Otorgar a los inversionistas el derecho a exigir que una determinada orden pueda realizarse bajo ciertas condiciones siguiendo sus instrucciones, las que deberán ser específicas, objetivas y técnicamente factibles. Así, por ejemplo, un inversionista podrá exigir que su orden se cierre en una bolsa determinada o que se restrinja su parcialización.

d. Establecer que ninguna persona, natural o jurídica, en forma individual o conjuntamente con sus personas relacionadas, según se define en la Ley N° 18.045, podrá poseer, directa o indirectamente, más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores, o la participación inferior que defina el regulador.

e. Indicar que los requisitos que establezcan las respectivas bolsas de valores para que corredores no accionistas transen en ellas, deberán ser establecidos en términos transparentes, objetivos y no discriminatorios, los que no podrán constituir, en ningún caso, una barrera que impida la entrada a la actividad de corretaje.

Acordado con el voto en contra de la Ministra Sra. Domper quien, si bien comparte lo señalado por la mayoría en la presente resolución respecto del tema desmutualización, estuvo por no recomendar la interconexión automática, vinculante y en tiempo real de las bolsas de comercio, por las siguientes razones:

1. A juicio de esta Ministra, para ejercer la potestad de dictar una recomendación normativa no es suficiente que ello –en este caso la interconexión automática, vinculante y en tiempo real– sea factible técnicamente y que se pueda lograr a un costo razonable, sino que se requiere la convicción de que existe un problema de libre competencia susceptible de solucionarse con dicha regulación, o bien, que la norma recomendada permite fomentar la libre competencia. En el caso de autos, no es suficientemente claro que el problema de fragmentación que justificaría la recomendación normativa que se propone sea significativo ni que genere un problema de libre competencia que justifique la dictación de la misma, tal como se menciona en los párrafos 190 y siguientes. A su vez, como se explica a continuación, esta Ministra considera que los riesgos de la mayor

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

regulación que conlleva el exigir una interconexión automática, vinculante y en tiempo real pueden ser relevantes.

2. En efecto, si por fragmentación entendemos la existencia de más de una bolsa de comercio donde se transan los mismos títulos sin que exista un sistema informático que permita que la información fluya de un centro al otro en tiempo real, entonces, efectivamente existe fragmentación en Chile. Sin embargo, si por fragmentación entendemos el efecto que tiene la existencia de más de una bolsa en cómo se forma el precio de esos títulos, vemos que en la actualidad la Bolsa de Comercio de Santiago concentra la mayor cantidad de transacciones medida en términos de montos transados en ella (99%).

3. Gracias a esta concentración, la fragmentación existente no ha afectado negativamente la liquidez ni la formación de los precios de los títulos. Las órdenes se calzan, la mayoría de las veces, al mejor valor disponible. Como se señala en el párrafo 159 y en el informe que rola a fojas 97, las diferencias entre los precios en una y otra bolsa son muy bajos. Así, indica el informe, durante el período enero de 2010 y abril de 2013, la diferencia porcentual promedio entre el precio de cierre y la punta en otra bolsa fue de sólo 0,432% y la mediana de 0,152%.

4. Además, dado que de los 20 mayores corredores que operaron durante el 2014 –que concentraron el 95,8% de las transacciones–, 19 de ellos lo hicieron en la Bolsa de Comercio de Santiago, en la práctica, la información sobre el precio de un título está disponible en tiempo real para la mayoría del mercado. No lo está únicamente para aquellos corredores que sólo operan en la BVV o en la BEC (como se señala en el párrafo 101, el año 2014 eran sólo cuatro en cada bolsa, de un total de 42 corredores).

5. De lo anterior se concluye que una interconexión vinculante, automática y en tiempo real generará beneficios marginales en términos de que: (i) la formación del precio de un mismo título no esté diseminada en distintos centros bursátiles; (ii) se otorgue mayor y mejor información sobre los precios en tiempo real; y, (iii) se logre que las transacciones se calcen al mejor precio disponible. Dado que los problemas que genera la fragmentación no están actualmente presentes en forma relevante en nuestro sistema bursátil, los beneficios de eliminarla serán marginales.

6. En consecuencia, nos debemos preguntar si existe un problema de libre competencia que justifique una regulación como la que se solicita. A juicio de esta Ministra no: casi la totalidad del volumen de transacciones se realiza en la Bolsa de Comercio de Santiago, por lo que difícilmente se puede argumentar que dichas transacciones se llevan a cabo en condiciones menos ventajosas o a un precio que no

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

es el mejor producto de la fragmentación. A juicio de esta Ministra este solo argumento – la inexistencia de un perjuicio para el mercado en términos de la formación de los precios– basta para no recomendar la norma solicitada, toda vez que no habría un problema de libre competencia que la justifique. Esta disidente es de la opinión que el Tribunal debe proponer una recomendación normativa cuando existe un problema de libre competencia en el mercado y estima que dicha regulación tenderá a solucionarlo, o bien, cuando una determinada regulación que no se ha implementado permitirá fomentar la competencia en el mercado. Lo anterior es diferente a proponer regular porque hay perjuicio para algunos partícipes del mercado.

7. Por otra parte, no solo los beneficios de una interconexión vinculante entre bolsas pueden ser menores a los esperados sino que los riesgos asociados a la mayor regulación que conlleva la interconexión obligatoria pueden ser relevantes. En efecto, la regulación que se solicita involucra que la autoridad intervenga en este mercado fijando las tarifas de acceso, definiendo un nivel mínimo de seguridad y optando por una tecnología para que operen las bolsas, entre otros aspectos. Lo anterior, puede acompañarse de la obligación de utilizar a una única empresa que dé el servicio de depósito y custodia de valores y a una sola institución de contraparte central que otorgue el servicio de compensación y liquidación de valores. Es decir, para obtener beneficios marginales tendríamos que regular y cerrar los mercados anexos –que en la actualidad son mercados abiertos, tal como se indica en la Ley N° 18.876 y en la Ley N° 20.345–. Más aún lo correcto –dado que dichos servicios se darían en condiciones monopólicas–, sería licitarlos, para lo cual habría que desarrollar el marco normativo adecuado incluyendo el índice tarifario máximo a cobrar.

8. El diagnóstico del caso chileno es muy diferente al que dio origen a la regulación NMS en EE.UU., donde no existía la asimetría que se da en Chile en cuanto a volúmenes transados en la bolsa de Nueva York (NYSE) y el resto de las bolsas de ese país. Allá se formaba el precio de un mismo título en distintas bolsas lo cual generaba un problema de información.

9. Así todo, hay estudios que muestran que la regulación NMS, aplicada en Estados Unidos, que establece un sistema basado en que las transacciones se tienen que cerrar al mejor precio disponible entre bolsas generó un mayor nivel de fragmentación: la innovación dio origen a la aparición de sistemas alternativos de intercambio distintos a las bolsas tradicionales. Ello habría tenido un efecto negativo, por cuanto se habrían incentivado las transacciones fuera de bolsa, en los denominados *dark pools*. El *paper* “Regulation NMS and Market Quality” (Chung, K. y Chuwonganant, C., Financial Management, Volume 41, Issue 2, 2012, págs. 285-317) compara una serie de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

indicadores de liquidez y profundidad del mercado de valores antes y después del inicio de Regulación NMS, de forma de evaluar si se cumplieron los objetivos iniciales de la SEC de EE.UU. Concluye que la regulación aplicada en EE.UU. afectó negativamente el mercado, puesto que la velocidad de ejecución disminuyó, los costos del corretaje se incrementaron, el mercado se volvió menos profundo, y tanto las fluctuaciones de precios como las tasas de cancelación de órdenes aumentaron. Señala que la Regulación NMS llevó a un aumento en el corretaje de alta frecuencia, lo que generó a su vez un deterioro de la liquidez del mercado y de la calidad de las ejecuciones. Sugiere que otro efecto negativo de la regulación fue la reducción del rol de los especialistas del NYSE y de los corredores como intermediarios de información.

10. Otros autores comparten la idea señalada referente al efecto que ha tenido la Regulación NMS en el corretaje de alta frecuencia y a los efectos dañinos que éste genera en la liquidez del mercado. El cumplimiento de la regla de mejor precio incentivaría el corretaje de alta frecuencia en base a transacciones listadas con diferencias ínfimas en cuanto a su precio lo que beneficiarían a los corredores incumbentes y llevarían a un micro manejo de la estructura del mercado que inhibe la innovación (véase Blume 2007 “Competition and Fragmentation in the Equity Markets: The Effects of Regulation NMS” The Rodney L. White Center for Financial Research, Copia electrónica en: <http://ssrn.com/abstract=959429>).

11. Lo anterior se explica porque dicha regulación incentiva la competencia entre corredores, quienes compiten por captar órdenes. Ello genera como consecuencia una disminución en las comisiones que cobran los corredores por sus servicios y dada la interconexión, no sería relevante en qué bolsa operar. En este escenario es altamente posible que se genere un problema *free rider*: algunos intermediarios operarían desde su bolsa de origen y se aprovecharían de la inversión que han financiado otros en la bolsa donde se completa la transacción. Este análisis supone que la única variable importante es el precio del instrumento transado y no el lugar donde éste se transa, en otras palabras supone que las bolsas no generarían valor o bien que el riesgo operacional en cada una de ellas es el mismo. Sin embargo, las bolsas de comercio generan valor: se trata de plataformas con múltiples externalidades positivas de red que disminuyen los costos de búsqueda y de transacción, como se explicó en los párrafos 194 y siguientes, que ayudan en la formación de los precios de los títulos y valores que ahí se transan. Por otra parte, los riesgos operacionales de las bolsas son diferentes, dependen de: (i) la solvencia patrimonial de los corredores, (ii) los estándares y exigencias de garantías, de operación y de liquidación de las transacciones que establezca cada bolsa, (iii) la labor de

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

fiscalización de cada bolsa, y (iv) del sistema de liquidación y compensación utilizado. En consecuencia, el precio de una determinada acción en el mercado bursátil también depende de la actividad que realizan las bolsas, ellas disminuyen los costos de transacción y de búsqueda al proveer información, disminuyen los riesgos de crédito o de no pago, etc. Si se omite este rol, en opinión de esta Ministra, la consecuencia de ello es que disminuirán los incentivos adecuados para mejorar los sistemas de transacción y se incentivarán las alternativas de transacción de menores costos y más rápidas, utilizando la información que se genera en las bolsas, con lo cual puede incluso acentuarse el problema de fragmentación que se quería evitar con la recomendación solicitada, tal como muestra la experiencia internacional de Estados Unidos.

12. Es efectivo que estos problemas se mitigan con la recomendación de la mayoría del Tribunal que señala que la obligatoriedad de cerrar la orden al mejor precio no será vinculante si el inversionista solicita explícitamente que la transacción se realice bajo condiciones específicas. No obstante, a juicio de esta Ministra, ello puede no ser suficiente e igualmente entorpecer el proceso de formación de precios y reducir los incentivos a la diferenciación e innovación de las plataformas.

13. Por todo lo anterior, esta disidente no ha logrado formarse una convicción fundada respecto de los efectos positivos que tendría llevar a cabo la propuesta de recomendación normativa de la mayoría relativa a una interconexión automática, vinculante y en tiempo real, razón por la cual opta por no recomendarla. A su juicio, la mayor regulación que la normativa solicitada conlleva y la poca claridad respecto del efecto que esta propuesta tendrá en las condiciones de competencia de la industria afectada no amerita que este Tribunal se pronuncie ni proponga intervenir un mercado en la forma solicitada en materia de interconexión. Sin desconocer los beneficios que conlleva la interconexión indicados en los párrafos 200 a 202, siempre las partes pueden llegar a un acuerdo voluntario entre sí, el que podría incluir una interconexión automática y en tiempo real entre algunas bolsas, o la fusión de dos o más de ellas. Sin embargo, a juicio de esta Ministra, la recomendación de la mayoría del Tribunal, por su carácter de vinculante a mejor precio y aplicable a todas las bolsas, conlleva un nivel de regulación excesivo el que podría generar los problemas negativos mencionados y eventualmente crear monopolios legalmente autorizados.

Se previene que los Ministros Sr. Menchaca y Sra. Domper, no concurren con lo señalado en el párrafo 228 de la resolución de autos, en cuanto indica “*reduciéndose con ello una eventual barrera a la entrada a esta actividad*”, por estimar que con lo dispuesto en el artículo 40 N° 6 de la LMV no se redujo, sino que se eliminó la eventual barrera de entrada

REPUBLICA DE CHILE
TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

que existía para adquirir una acción de la respectiva bolsa, en caso que ningún accionista de una bolsa de valores estuviere dispuesto a venderla.

Notifíquese por el estado diario; ofíciase a S.E. la Presidenta de la República, por medio del Ministro de Hacienda; publíquese en la página web del Tribunal; y archívese en su oportunidad.

Rol ERN N° 23-15

Pronunciada por los Ministros Sr. Tomás Menchaca Olivares, Presidente, Sr. Enrique Vergara Vial, Sra. María de la Luz Domper Rodríguez, Sr. Eduardo Saavedra Parra y Sr. Javier Tapia Canales. Autorizada por la Secretaria Abogada, Sra. María José Poblete Gómez.