



Tesis de la Escuela de Derecho
Universidad de Valparaíso

**¿CUÁLES SON LAS CONVERGENCIAS QUE EXISTEN ENTRE LA
REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y EL DERECHO DE
LA LIBRE COMPETENCIA?: UN ESTUDIO DE LA
RECOMENDACIÓN N°18/2016 DEL TRIBUNAL DE
DEFENSA LIBRE COMPETENCIA**

Mara Alexis Ibaceta Figueroa
Juan Ignacio Vivar Cortez

Profesor Guía: Crispulo Marmolejo González

Diciembre 2017

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| ABREVIATURAS | 4 |
| INTRODUCCIÓN | 6 |
| I. EL MERCADO DE VALORES EN CHILE | 8 |
| 1. Definición del mercado de valores | 8 |
| 2. Descripción del mercado de valores..... | 8 |
| 3. Clasificación del Mercado de valores..... | 12 |
| 3.1 Atendiendo a si la transacción se refiere a un valor nuevo o si por el contrario se transan valores existentes en el mercado..... | 12 |
| 3.2 Atendiendo al criterio de institucionalidad existen mercados de valores formales e informales. | 12 |
| 3.3 Mercado bursátil y extrabursátil. | 13 |
| 4. Importancia del mercado de valores..... | 13 |
| 5. Concentración en el Mercado de Valores | 14 |
| II. PROBLEMAS DE LIBRE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE VALORES EN CHILE | 16 |
| 1. Fragmentación | 17 |
| 1.1 Concepto | 17 |
| 1.3 Fragmentación del Mercado secundario de Valores | 19 |
| 1.5 La Falta de Interconectividad del Mercado Bursátil como factor distorsionador de la correcta formación de precios. | 21 |
| 1.6 La fragmentación como barrera de entrada al Mercado de Valores..... | 23 |
| 2. La Desmutualización..... | 24 |
| 2.2 Mutualización..... | 26 |
| 2.3 Desmutualización..... | 27 |
| 2.4 La Desmutualización en Chile..... | 29 |
| 2.5 Beneficios y Desventajas de la Desmutualización | 31 |
| 2.6 Experiencia comparada | 35 |
| III. PROPUESTA TDLC | 36 |
| 1. Reseña de la propuesta del TDLC | 36 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 2. Voto Disidente..... | 38 |
| 3. Comentarios a la Proposición..... | 40 |
| CONCLUSIONES | 47 |
| BIBLIOGRAFÍA | 50 |

ABREVIATURAS

- ASX: Bolsa de Valores de Australia
- BCS: Bolsa de Comercio de Santiago
- BEC: Bolsa Electrónica de Chile
- BM: Banco Mundial
- BVV: Bolsa de Valores de Valparaíso
- CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
- CMV: Comisión de Mercado de Valores
- CPC: Comisión Preventiva Central
- CR: Comisión Resolutiva
- FMI: Fondo Monetario Internacional
- FNE: Fiscalía Nacional Económica
- HKEx: Bolsa de Hong Kong
- IPO: Oferta Pública Inicial u Oferta Pública de Venta
- LMV: Ley de Mercado de Valores
- LSE: Londres Stock Exchanges
- NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotation
- NMS: National Market System
- NYSE: New York Stock Exchange
- OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
- OIB: Operaciones Interbolsa
- OICV: Organización Internacional de Comisiones de Valores
- OPAs: Oferta Pública de Acciones
- SEC: Securities Exchanges Commission
- SVS: Superintendencia de Valores y Seguros
- TDLC: Tribunal de Defensa de la Libre Competencia
- TSX: Bolsa de Valores de Toronto

ABSTRACT

El mercado de valores es lo más parecido a un mercado de competencia perfecta, ya que en él se avizora un gran número de compradores y vendedores en donde los compradores maximizan su utilidad y los vendedores sus beneficios, además la información de que disponen estos es sobre la totalidad de las ofertas y demandas y condiciones de mercado, pudiendo actuar libremente sobre todo en la formación de precios a través de la oferta y la demanda. No obstante esto, el mercado de valores chileno no está exento de problemas estructurales, siendo la fragmentación y la mutualización, factores que reducen su liquidez, sumado a un alto grado de concentración, elementos que llevan a plantearse cuales son las convergencias que existen entre el mercado de valores y el derecho de la libre competencia.

Palabras Claves:

Libre Competencia – Mercado de Valores – Fragmentación – Mutualización – Concentración

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo se enmarca en el contexto del Seminario de Licenciatura de la Escuela de Derecho de la Universidad de Valparaíso-Chile, siendo este, requisito excluyente para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la misma Universidad. Esta investigación tiene como objetivo el estudio y análisis de la Recomendación Normativa N°18/2016 del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, la cual, surge a propósito del requerimiento que efectuó la Fiscalía Nacional Económica para que el Tribunal ejerciera la facultad conferida en el artículo 18 N°4 del Decreto Ley N°211 y, de este modo, proponer a su Excelencia la Presidenta de la República a través del Ministerio 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.

La Fiscalía Nacional Económica en su requerimiento identificó problemas estructurales al interior del mercado de intermediación de valores y, si bien, en este proceso no encontró conductas contrarias al Decreto Ley N°211 en específico, sí logró identificar dos problemas relativos a la falta de competencia, los cuales no permitirían la promoción de conductas óptimas al interior del mercado de valores. Estos problemas son la fragmentación del mercado y la mutualización.

El estudio de este tema surge de la necesidad de dar una respuesta satisfactoria a esta problemática por parte de los órganos reguladores competentes, por lo cual, gran parte de esta investigación estará centrada en la regulación del mercado valores y en los efectos que producen en este la fragmentación y la mutualización en el contexto de un mercado altamente concentrado. Se tendrá como premisa al momento de realizar este análisis la importancia que reviste el mercado de valores, anticipando desde ya, que abordar este tema no será de fácil tratamiento y que incluso al interior del mismo Tribunal la solución no está exenta de controversias.

Así las cosas, esta investigación ahondará también en la relación que se produce entre bienes de carácter jurídico y económicos, planteando enhorabuena la convergencia que existe entre el mercado de valores y el derecho de la libre competencia. Ponderar la importancia de uno

u otro y el punto de equilibrio que se debe dar entre ellos puede ser objeto de una futura investigación.

Finalmente, esta investigación no tendrá como objetivo proponer una salida a estas problemáticas, ni menos elaborar una alternativa propia que modifique la regulación actual del mercado de valores chileno. Esto se debe a la complejidad de tratar un tema de esta envergadura en tan pocas líneas, sin embargo, esta investigación no será meramente descriptiva, introduciéndose comentarios y críticas a las diversas posiciones que surgen producto de esta discusión, la cual no resulta pacífica y aglutina a todos los actores del mercado de valores. Dicho todo esto, se espera poder contribuir a este debate desde el punto de vista académico, cimentando un punto de partida necesario para las próximas modificaciones relativas a los problemas de libre competencia al interior del mercado de valores.

I. EL MERCADO DE VALORES EN CHILE

1. Definición del mercado de valores

Al preguntarnos cuáles son las convergencias que existen entre el derecho de la libre competencia y el mercado de valores hay que comenzar analizando el ámbito de aplicación de ambos conceptos, y la forma como el derecho se ocupa de cada uno de estos ámbitos.

El concepto de mercado de valores es en sí mismo complicado y no existe una sola acepción para referirse a él. Puede ser que esta dificultad se deba a las particularidades y sofisticaciones que caracterizan a este mercado. Como primera aproximación, entenderemos por mercado al *“conjunto de compradores y vendedores que, por medio de sus interacciones reales o potenciales, determinan el precio de un producto o de un conjunto de productos”*. (Pindyck y Rubinfeld, 2009: p. 44). Enseguida, un mercado de valores puede conceptualizarse como *“los espacios comunes y mecanismos que permiten que la oferta y demanda de valores se encuentren, y que da lugar a las transacciones de instrumentos financieros como las acciones o títulos de deuda”* (Cuevas, 2015: p. 02.). Por su parte, Adolfo Ortega Aichele define al mercado de valores *“como aquel que tiene por objeto la emisión y negociación de valores negociables de financiación a medio y largo plazo, así como de aquellos valores negociables que atribuyen derechos de participación del capital social de una entidad o derechos de suscripción, y de adquisición y venta de valores anteriores u otros instrumentos financieros basados en los mismos”* (Ortega, 1997, p.36).

En este orden de ideas la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ha señalado que el mercado de valores forma parte del mercado de capitales de nuestro país junto con los mercados de seguros y de créditos, en los cuales interactúan personas, sociedades o empresas que desean invertir con otros agentes que buscan financiamiento para sus proyectos. Para ello, se relacionan y negocian instrumentos de diversas clases, tales como acciones, bonos y fondos mutuos, a través de determinados intermediarios de valores.

2. Descripción del mercado de valores

En el mercado de valores, como en cualquier otro mercado, se transan bienes o servicios entre actuales y potenciales compradores y vendedores, encontraremos mecanismos que permitan coordinar a los diversos agentes económicos favoreciendo el encuentro entre demandantes y oferentes, solo que en este caso los bienes que se transan son valores.

Alejandro Guzmán Brito y José Luis Guerrero advierten que el derecho chileno utiliza diversas voces para identificar al objeto de transacción en el mercado de valores, entre ellos, instrumentos financieros, títulos-valores, efectos de comercio, entre otros, atribuyéndoles características análogas, sin perjuicio de preferir la expresión “valor” para referirse a ellos, ya que los valores pueden ser materializados y manifestarse en un título o por el contrario ser desmaterializados y constar en anotaciones en cuenta. Por ello, si queremos referirnos al género, es apropiado hablar simplemente de “valores”, como lo hace el artículo 3 de la Ley N°18.045, aun cuando la definición que les atribuye los vincule a los títulos. (Guzmán Brito y Guerrero: 2016: p. 37)

La SVS señala que los instrumentos financieros o valores consisten en general en *“cualquier título transferible, como acciones, instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, cuotas de Fondos Mutuos, cuotas de Fondos de Inversión y en general, todo título de crédito e inversión.”* (SVS)

La LMV identifica algunos tipos de valores tales como los de renta fija (letras de crédito hipotecario, los bonos bancarios y bonos del Estado); los instrumentos de renta variables tales como las acciones, cuotas de fondos mutuos o fondos de inversión; y los instrumentos de intermediación financiera como los pagarés, certificados de depósitos, pagarés descontables del Banco Central, etc. Además, este mercado permite que se transen otros tipos de valores como la plata, el oro o la moneda extranjera.

En general, estas transacciones se realizan en espacios o plataformas tecnológicas que son proporcionadas por las bolsas de valores. Las bolsas de valores están definidas en el artículo 38 del título VII de la LMV como *“Las entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcionan, 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 a la ley”*. De esta definición se puede desprender que las bolsas de valores además de proporcionar una plataforma y un conjunto de reglas y convenciones que permiten y facilitan la transacción de instrumentos financieros, deberán 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. En este sentido, es necesario recalcar que la labor de las bolsas de valores es fundamental para el desarrollo del mercado que lleva su mismo nombre, ya que

por ley tienen la obligación de reglamentar su actividad y la de los corredores de bolsa, fiscalizar su cumplimiento con el propósito de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente. Todo esto sin perjuicio de las facultades de la SVS para impartir las instrucciones que estime necesarias con el mismo objetivo.

En las bolsas interactúan los emisores de valores como las sociedades anónimas, las administradoras de fondos de pensiones y los bancos entre otros; también están presentes dentro de este esquema los intermediarios como los corredores de bolsa que son “*aquellas personas que se dedican a las operaciones de corretaje de valores y, que pueden también comprar o vender valores por cuenta propia con ánimo de transferir derechos sobre los mismos, esto último con los debidos resguardos*” (Ruiz-Tagle, 2013: p. 299) y los demandantes de valores como los inversionistas institucionales, inversionistas privados, etc. Es así como los emisores requieren de financiamiento y, por lo tanto, su objetivo es colocar títulos financieros en el mercado. Los demandantes de valores por su parte adquieren dichos títulos con el fin de obtener instrumentos que les permitan invertir sus futuros ahorros. Así las cosas, las bolsas de valores constituyen aquel entramado institucional donde los diversos intermediarios logran calzar órdenes de compra con órdenes de venta, permitiendo así el vaciamiento del mercado a través de la compatibilización de los incentivos de oferentes y demandantes. (Cuevas, 2015: p. 07) El mecanismo a través del cual los valores son transados es la subasta pública, es así como oferentes y demandantes negocian simultáneamente y de forma pública a través de intermediarios o de manera directa los diversos valores.

Ahora, cabe preguntarse cuál es el objetivo de estas transacciones, ¿por qué agentes económicos requieren de una plataforma que les permita poner a la venta, o bien, comprar estos instrumentos? ¿Por qué es tan importante la existencia de este mercado? La respuesta a ello es que el mercado de valores en nuestro sistema económico es el principal canalizador de ahorro hacia la inversión real, es el instrumento mediante el cual corporaciones, gobiernos, instituciones y otros agentes obtienen fondos externos. La función básica del mercado de valores, por tanto, es orientar hacia las alternativas de inversiones económicas que resulten más productivas, los fondos que llegan al mercado directamente del público que ahorra o indirectamente a través de instituciones de ahorro. Dicho de otro modo, el mercado de valores aporta al flujo de inversión y al ahorro de la economía (Quintero, 1963: p. 17) “*a través de este espacio común se facilita el flujo de aborro e inversión dentro de la economía desde los demandantes de financiamiento requerido para llevar a cabo sus proyectos hacia los aborrrantes que buscan maximizar su utilidad sujeto a otras consideraciones como su*

aversión al riesgo, el horizonte temporal de la inversión, etc.” (Cuevas, 2015: p. 06), es decir, gracias a esta plataforma común se facilita el flujo de ahorro e inversión dentro de la economía, desde los demandantes de financiamiento hacia los ahorrantes que buscan maximizar su utilidad.

Como mercado, la bolsa deviene como el conjunto ideal de actos de compra y de venta de valores realizados en un momento determinado y lo fundamental para medir su eficiencia como mercado es el número de transacciones y de información que es posible efectuar y obtener respectivamente en tiempo real, es decir, tiempo presente y concreto. De esta manera, Adolfo Ortega ya en la década de los noventa advertía que la interconectividad se imponía como tendencia final. (1997, p.120)

Dicho todo esto, cabe señalar que actualmente en nuestro país las principales bolsas de valores operativas son tres, La Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), La Bolsa Electrónica de Chile (BEC) y La Bolsa de Corredores (BVV). La BCS concentra la mayor participación del mercado en términos de montos transados, con un 99,41% en el año 2014. (Proposición Normativa N°18/2016: p.20) Esta concentración se manifiesta a través de dos particularidades, primero el gran número de corredores registrados en la BCS y, segundo, la concentración de los montos transados en cada plataforma.

Dada la estructura del mercado en donde la mayor parte de las transacciones están concentradas en las BCS, según Ignacio Cuevas Gutiérrez *“la realidad de esta última refleja bastante bien lo que ocurre en el mercado de valores por lo que vemos que los instrumentos que más se transan en el mercado son los títulos de deuda a corto plazo como los efectos de comercio, depósitos reajustables, etc. Mientras que las acciones representan una fracción menor de las transacciones realizadas en el mercado”* (2015: p. 34).

Esta posición dominante es la que finalmente gatilló la denuncia presentada por los nueve Honorables Diputados de la República y que sirve como antecedente del requerimiento que hace la Fiscalía Nacional Económica (FNE), que si bien no encontró conductas contrarias al D.L. N° 211 en específico, si logró identificar problemas estructurales de competencia existentes en el mercado de intermediación de valores.

3. Clasificación del Mercado de valores

El mercado de valores admite más de una clasificación.

3.1 Atendiendo a si la transacción se refiere a un valor nuevo o si por el contrario se transan valores existentes en el mercado.

- a) **Mercado primario de valores o mercado de emisión:** En el mercado primario de valores se realiza la emisión o colocación de valores de primera emisión, estos títulos son transferibles. Ortega señala que el mercado de valores corresponde a la emisión y primera venta de valores cuyo elemento esencial es el requerimiento de una nueva financiación por parte de una unidad de gasto deficitaria. Lo anterior, se lograría a través de la emisión de valores de capital deuda como los bonos y debentures o a través de valores de capital riesgo como las acciones de una sociedad anónima o por acciones. (1997: p. 39). En el primer supuesto, se acude al capital ajeno bajo obligación de su reintegro en un plazo determinado a cambio del pago de un interés fijo, mientras que en el segundo supuesto hay un capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor. (Nieto. 1993: p.33)

- b) **Mercado Secundario de Valores:** En el mercado secundario de valores es donde se efectúa la transferencia de los títulos emitidos anteriormente en el mercado primario. La existencia de este mercado permite la existencia del primario, puesto que difícilmente se suscribirán las emisiones de activos financieros si no existiese la posibilidad de liquidar la inversión transmitiéndolos. Por otro lado, esta característica es la que proporciona liquidez a las inversiones sin afectar directamente la financiación de las mismas, lo cual evita a las empresas el coste de mantener la liquidez de sus valores y permite a los inversores realizar los beneficios acumulados a reservas a través de ganancias de capital. (Ortega. 1997: p. 39)

3.2 Atendiendo al criterio de institucionalidad existen mercados de valores formales e informales.

- a) **Mercado Formal:** Según Eduardo Trucco el mercado formal cuenta con los siguientes elementos: (1) La existencia de un conjunto de instituciones y eventualmente intermediarios; (2) Existencia de amplia información al público, sobre todo respecto de

los precios en que se transan los valores; (3) Un sistema normativo por el cual se rige el mercado, el cual actúa conforme a ciertos principios y un sistema de fiscalización previsto por la ley y otras normas. En ausencia de estos presupuestos nos encontraremos con un mercado informal.

3.3 Mercado bursátil y extrabursátil.

- a) **Mercado Bursátil:** Mercado secundario de compra y venta de valores de capitalización y de deuda. Es aquel que comprende todas aquellas operaciones que son organizadas y reglamentadas por instituciones formales y especializadas que son llamadas bolsas de valores.

- b) **Mercado Extrabursátil:** Mercado cuyas operaciones son realizadas fuera de bolsa, directamente entre las partes. Está constituido por todas aquellas operaciones realizadas fuera de la bolsa, llevadas a cabo por los intermediarios que actúan en forma paralela a los corredores de bolsa.

4. Importancia del mercado de valores

Como se ha señalado al ser un mercado como cualquier otro en el que se transan bienes, este tiene la particularidad de que lo transado son instrumentos financieros por lo que reviste gran injerencia en la economía de un país.

La importancia del mercado de valores radica en la contribución que este realiza al desarrollo de un Estado, principalmente en la generación de empleo y la estabilidad económica, a través del proceso de inversión y ahorro. El rol de un mercado de valores bien desarrollado es primordial para el correcto funcionamiento de cualquier economía, son el barómetro que nos da una idea aproximada sobre la marcha de la economía de un país. (SVS)

Dado que el mercado de valores es el punto de encuentro para las transacciones entre los agentes dispuestos a postergar su consumo presente por un consumo futuro a cambio de una retribución, y agentes que requieren captar recursos para la realización de sus proyectos, razón por la cual están dispuestos a pagar por su obtención, es necesario contar con un mercado bien

organizado y suficientemente regulado, ya que de esa manera se garantiza la eficiencia del traspaso de capital, de ello dependerá en gran medida del desarrollo del mismo.

En este orden de ideas, la importancia del mercado de valores es innegable, las repercusiones que este puede tener en la economía de un país o de una determinada región del mundo nos conducen necesariamente a reflexionar sobre su manejo y regulación por parte de los distintos Estados, los cuales deben estar enfocados y preocupados de asegurar su correcto y adecuado funcionamiento en aras del progreso y del desarrollo económico.

En suma, lo que justifica su regulación no es el gran tamaño o la complejidad del mercado, sino el rol que cumple el mercado de valores en el desarrollo económico de un país y las repercusiones que puede tener una inadecuada regulación en tal objetivo. (Coffee; Seligman; Sale: 2007: p. 2)

5. Concentración en el Mercado de Valores

Finalmente, para cerrar este capítulo es menester referirse a una de las principales características del mercado de valores chileno, su concentración.

La concentración de mercado es, en general, una característica indicativa del número de actores dentro de un mercado y de la posición que logra cada uno de ellos debido a su nivel de participación dentro del mismo. Por tanto, es necesario tener presente que el grado de concentración no tiene importancia en sí mismo, sólo será relevante en el evento que se afecte sustancialmente a la libre competencia. Así las cosas, para intervenir un mercado como lo es el mercado de valores, debemos estar en presencia de un perjuicio actual o potencial a la libre competencia.

Señalar esto es en esencia afirmar que la concentración per se no es reprochable, no es algo que esté prohibido y no implica admonición alguna para quien goza de ella. El solo hecho de constatar cierto nivel de concentración en un mercado no merece mayor reproche, lo que sí puede llegar a ser cuestionable es que producto de esa concentración se genere un abuso de la posición de dominancia, el cual puede tener como efecto limitar o impedir el ingreso al mercado de nuevos y potenciales competidores.

Para que la posición sea dominante, es necesario que la empresa respectiva posea el poder económico que le permita independizarse de las decisiones de sus competidores, manejando discrecionalmente su capacidad de modificar precios e imponer otras condiciones comerciales en beneficio propio (Odrizola e Irissarry, 2008: p.177).

Ahora bien, existen algunos factores que contribuyen a la posición dominante, estos son: La existencia de barreras de entrada en el mercado de que se trata; la competencia real y potencial en ese mercado; la cuota de mercado de los intervinientes y la posibilidad de elección por parte de terceros, lo que dependerá de la sustituibilidad de la demanda entre otros factores (Ugarte, 2013: p.258).

Dentro de estos factores destaca la existencia de barreras a la entrada, las cuales resultan de suma importancia para este análisis. La FNE ha señalado que la fragmentación como la mutualización constituyen barreras a la entrada, en tanto que la fragmentación se erigiría como una especie de barrera para nuevas bolsas o plataformas alternativas, esto debido a los efectos de red que se generan, los que se irían perpetuando en la medida que más partes transen en una bolsa. Por su parte, la mutualización no permitiría la promoción de condiciones competitivas óptimas en el mercado y se impondría como una significativa barrera a la entrada de nuevos corredores (Proposición Normativa N°18/2016: p. 5). En este sentido, la Fiscalía explica que bien podrían existir barreras a la entrada, siempre y cuando estas sean eficientes.

Dicho todo esto se puede concluir – a priori – que la existencia de concentración por parte de un agente no implica un daño a la libre competencia, que solo se verificará este daño en la medida que producto de esa situación de “dominancia” se generen abusos, los cuales tengan por objetivo impedir o limitar el ingreso de nuevos y potenciales competidores a un determinado mercado. La convergencia entre el mercado de valores y la libre competencia existe, constatar su existencia es una tarea difícil que implica el análisis y la ponderación de bienes jurídicos y económicos.

II. PROBLEMAS DE LIBRE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE VALORES EN CHILE

El año 2012 la Fiscalía Nacional Económica inicia una investigación (Rol N°2089: 2012) a partir de la denuncia presentada por nueve Diputados de la República donde se indica que la Comisión de Hacienda de la Cámara habría detectado una serie de irregularidades de sistema en el mercado de valores originadas principalmente por la posición dominante que detenta la Bolsa de Comercio de Santiago.

Una vez finalizada la investigación, el 20 de febrero de 2015, la Fiscalía solicita al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) que, en ejercicio de la facultad que le confiere el artículo 18 N°4 del Decreto Ley N°211, proponga al Presidente de la República, por medio del Ministro de Hacienda, la dictación de disposiciones legales que introduzcan mayor grado de competencia en el mercado de intermediación de valores chileno. (Rol ERN N°23:2015: pp. 97-98)

Con todo, la Fiscalía es clara al señalar que, aun cuando en lo particular no identifica conductas contrarias al DL N°211, sí encontró problemas estructurales en el mercado de intermediación de valores en bolsa los que impedirían la existencia de condiciones óptimas de competencia. Estos problemas son:

1. Fragmentación del Mercado
2. Mutualización

En virtud de lo anterior, la Fiscalía solicita la modificación de dos disposiciones legales. Por un lado, el artículo 44 bis de la Ley N°18.045 de mercado de valores, con el objeto de establecer un sistema de operaciones interbolsas con calce vinculante, automático e instantáneo, al menos, cuando se trate de acciones y cuotas de fondos de inversión que se transen por medio del pregón electrónico. De manera conjunta, se solicita la modificación y/o dictación de la normativa dedicada al establecimiento de especificaciones técnicas sobre medidas de seguridad, capacidad de plataformas bursátiles, protocolos de transferencia de información, entre otras cuestiones necesarias para la exitosa interconexión de los sistemas de negociación de las bolsas nacionales. Por otro lado, pide la modificación del artículo 40 numeral 5 de la misma ley, o la dictación y/o modificación de los preceptos legales o reglamentarios correspondientes para

exigir la desmutualización obligatoria de las bolsas. Conjuntamente, pide la modificación y/o dictación de normativa técnica necesaria para establecer condiciones mínimas de seguridad relacionadas con la garantía y patrimonio que sean equivalentes para los corredores que participen en el sistema, debido a la particular exposición de riesgo de este mercado.

A propósito de este requerimiento el TDLC se pronuncia por medio de la proposición normativa N°18/2016 que es objeto de esta investigación.

1. Fragmentación

1.1 Concepto

En un mercado secundario integrado, cada corredor puede intercambiar instrumentos con todos los demás corredores mientras que las transacciones siempre se pueden cerrar entre la oferta de venta a precio más bajo y la oferta de compra más alta. En consecuencia, un mercado se encuentra fragmentado cuando algunos corredores no pueden intercambiar con otros obstaculizando cumplir con el principio de mejor ejecución de las órdenes. (Galetovic: 2013: p. 51)

1.2 Ley N°18.045: El mercado secundario de valores es uno

Desde un punto de vista normativo, la Ley 18.045 afirma que el mercado secundario de valores es uno solo y que las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de “*un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.*” Así las cosas, se advierte que cuando el legislador se refiere a las bolsas lo hace en plural mientras que al mercado le da un tratamiento singular reafirmando que el mercado de valores es uno mientras que las bolsas pueden ser varias.

A mayor abundamiento, el artículo 42 literal d) de la misma ley dispone que toda bolsa deberá acreditar a satisfacción de la Superintendencia que cuenta con los medios necesarios y con los procedimientos adecuados tendientes a asegurar un mercado unificado que permita a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes. De lo anterior, se desprende que, a pesar de la existencia de varias bolsas, el mercado secundario de valores es uno, es equitativo, competitivo, ordenado y transparente, pero además funciona de manera unificada.

Para lograr la unificación, el artículo 44 bis, agregado hace más de 15 años, ordena a las bolsas a establecer sistemas de comunicación convenientes para facilitar el cierre de las operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes y fomentando la existencia de un mercado equitativo, competitivo y transparente. De lo cual, se concluye que para tener un mercado unificado es necesario que los corredores de distintas bolsas puedan cerrar sus operaciones sin restricciones ni obstáculos. (Galetovic: 2013: p. 3)

A su vez, el artículo 44 literal h) señala que cuando las bolsas reglamenten su propia actividad deberán hacerlo en consideración de ciertos aspectos, dentro de los cuales se incluyen normas que aseguren un tratamiento justo y no arbitrario para todos los corredores que operen en ellas.

Esta interpretación se corresponde con la historia de la Ley del mercado de valores, la cual propone un mercado competitivo y unificado compuesto por dos actores, por un lado, las bolsas de comercio y, por otro, los corredores bursátiles. Dicha dualidad viene a unificar el mercado para que opere con los menores costos posibles y sus precios reflejen efectivamente las fuerzas de la oferta y la demanda, lo que en términos prácticos supone que las órdenes llevadas al mercado sean calzadas con la orden contraria que ofrezca el mejor precio disponible en ese momento en el mercado. (1981: p. 6, 43.)

La estructura implementada por esta ley otorga exclusividad a las bolsas de valores como plataforma para la realización de transacciones en el mercado de acciones emitidas por sociedades que se encuentren registradas en la SVS, lo cual responde a la intención del legislador de evitar un mercado con excesiva fragmentación, pues entiende que ello se traduce en una reducción de liquidez. (Historia de la Ley N°18.045: 1981: p. 58)

Las autoridades de la libre competencia concuerdan con esta posición dictaminando la prohibición de que las bolsas establezcan peajes que encarezcan las operaciones interbolsa (OIB) por ser contrarios a la libre competencia como da cuenta el dictamen N°1073 de 1999 de la Comisión Preventiva Central que luego es citado por la Resolución N°647 de la Comisión Resolutiva (CR) en cuanto a que los *“derechos de bolsa han fragmentado el mercado bursátil, el cual debe ser “uno” y “unificado”, según los términos que utiliza la ley en la definición de las características esenciales de este mercado”*. (Dictamen N°1073:1999: p.16)

1.3 Fragmentación del Mercado secundario de Valores

A pesar de lo expresado en el apartado precedente, el mercado secundario de valores funciona de manera fragmentada, y el motivo es que una operación interbolsa se trata de modo menos favorable que una operación dentro de la misma bolsa, desincentivando la interconectividad del mercado. (Galetovic: 2013: p. 4).

En esta misma línea, la Fiscalía sostiene en su requerimiento que, si bien, la ley permite la existencia de múltiples bolsas de valores, lo que a priori generaría competencia entre ellas, al no estar en los hechos interconectadas produciría fragmentación, lo cual traería efectos negativos relacionados con la reducción de liquidez de cada mercado individual, supondría una importante barrera de entrada a nuevas bolsas consolidando el poder de mercado de un actor dominante, del mismo modo, coincide con Galetovic en que entorpece el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes y afectaría la correcta formación de precios y el flujo de información para una eficiente asignación de recursos. (Rol ERN N°23:2015: fojas.98)

Un primer indicio del funcionamiento fragmentado del mercado se encuentra en que las operaciones interbolsas - que deberían integrarlo - son ineficaces, ya que cada bolsa opera de acuerdo a sus propias características de forma independiente, de manera tal que, un mercado con alta concentración obliga a sus corredores a cerrar sus operaciones en otra bolsa. Ejemplo de ello es que en la BEC poco menos de una de cada tres operaciones cerró con una punta de compra o venta en otra bolsa, sea el operador dual o no indistintamente. (Galetovic: 2013: p.6)

Según Galetovic otro indicio de fragmentación viene dado por el hecho que los corredores de una bolsa operen de manera directa en otra bolsa, en el caso chileno los corredores no tienen más opción que operar en la BCS pagando altas sumas de dinero por tal derecho, debiendo en definitiva pagar dos veces, dando cuenta que la liquidez de la primera bolsa es menor que en un mercado integrado. (2013: p. 6). Finalmente, el autor concluye que la fragmentación es consecuencia principalmente de la ineficacia de las operaciones interbolsas las cuales son utilizadas de manera reducida y aún peor la tendencia de su uso es a la baja. Desde el punto de vista de la libre competencia, el autor concluye que la liquidez del mercado es imperfecta debido a que un subconjunto de corredores no puede cerrar transacciones con todos

los restantes porque no están interconectados en tiempo real y, cuando ocurre esto, el mercado se fragmenta y los costos de transacción se encarecen. En consecuencia, el mercado tendría mayor liquidez en la medida que logre su interconexión y los corredores tendrían la misma liquidez que la que tiene el mercado porque podrían acceder a su totalidad. (2013: p.7)

1.4 La ineficacia de las operaciones interbolsa para interconectar el mercado de valores

La interconexión de ruedas de bolsas es un mecanismo que permite que una orden sea calzada con la mejor orden contraria disponible en tiempo real en el mercado con independencia de la bolsa donde se haya originado. Este sistema viene a equilibrar la competencia entre bolsas en un mercado fragmentado por medio de la integración del mercado de valores. (Rol ERN N°23:2015: fojas.106)

Actualmente, el sistema de OIB permite que los corredores de una bolsa puedan enviar órdenes a otra siempre que esa orden permanezca por más de tres minutos sin ser calzada en la bolsa de origen. Con todo, se advierte que durante el período 2007 a 2012 no un porcentaje, sino que la totalidad de la OIB se originaron en BVV y BEC con destino a la BCS.

La situación antes descrita ubica a la BCS en una posición de privilegio que le ha permitido de manera unilateral imponer un sistema tarifario de peajes a este tipo de operaciones encareciendo su ejercicio, provocando la fragmentación del mercado bursátil, vulnerando los principios que informan el mercado de valores nacional el cual debe ser equitativo, ordenado, competitivo y transparente.

Esta situación ya había sido advertida por la Comisión Preventiva Central en 1999 cuando resolvió la denuncia presentada por la BVV prohibiendo la imposición de peajes. En ese momento señaló que la imposición de derechos por parte de la BCS introducía al mercado “*una distorsión y un aumento de costos que constituían una barrera al crecimiento de bolsas emergentes*” (Dictamen N°1073: 1999). Tales cobros de tarifas han venido a fragmentar el mercado bursátil, el cual por expresa disposición de la ley debe ser “*uno y unificado*”. Asimismo, señaló que la equidad del mercado se rompe por cuanto los derechos de bolsa han sido impuestos unilateralmente por la BCS en condiciones que las demás bolsas no lo aplican. Dicha prohibición fue posteriormente corroborada por el dictamen 1078 del mismo año. (Dictamen N°1078: 1999).

A mayor abundamiento, la CR en la resolución N°556 del año 2000 reconoce que el mercado de valores es uno y declara que la política de derechos de bolsa impuesta por la BCS constituye un acto que distorsiona el mercado y atenta contra la libre competencia. A su vez, señala que la no aplicación de la tabla de descuentos privilegiados en las OIB encarece discriminatoriamente los derechos de bolsa sin mediar justificación objetiva que lo sustente entorpeciendo la participación de los demás agentes de mercado. Por tanto, ordena la reanudación del sistema de OIB con el fin de facilitar el cierre de las distintas órdenes entre corredores, pone término al cobro de peajes Interbolsa y oficia a la SVS la fiscalización del cumplimiento de esta resolución. (Resolución N°556: 2000). No obstante lo ordenado, en la práctica nunca se le dio cabal cumplimiento a esta resolución, de modo que la fragmentación se mantuvo y profundizó en el tiempo hasta a la fecha. (CR: Resolución N°647: 2002)

1.5 La Falta de Interconectividad del Mercado Bursátil como factor distorsionador de la correcta formación de precios.

El cumplimiento de los diversos dictámenes y resoluciones se enfrentó a una serie de obstáculos que impidió la efectiva reanudación de las operaciones Interbolsa y, por ende, la consecución de un sistema interconectado. En este sentido, la SVS emitió la Circular N°253 del año 2004 por medio de la cual instruyó a las Bolsas de Valores la adopción de normas y medidas tendientes a garantizar la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas. Así, la superintendencia es elocuente al señalar que no solo se deben convenir sistemas que permitan la realización de las OIB, sino que es igualmente necesario que se asegure la mejor ejecución de las órdenes mediante este sistema y agrega que, no corresponde que los peajes interbolsa sean aplicados por cada bolsa sobre el corredor que no es miembro de ella permitiendo su establecimiento solo cuando no sea arbitraria y respecto de sus propios corredores. De lo anterior, se puede desprender que el sistema debería tender no solo a ser uno interconectado y en tiempo real, sino que además vinculante, ya que sólo de esa forma se puede asegurar el principio de la mejor ejecución de las órdenes. (Circular N°253: 2004) La Fiscalía, estima que, de lo contrario, se reduciría la liquidez de cada una de las bolsas, entorpecería el principio de mejor ejecución de las órdenes, afectaría la correcta formación de precios de los valores transados y constituiría una significativa barrera de entrada al mercado bursátil. (Rol ERN N°23: 2015: fojas.116).

En la práctica, no se ha logrado la interconectividad del mercado bursátil y el problema parece radicar en el tratamiento que dan las bolsas de valores a las OIB, es necesario recordar que es a ellas - las bolsas - a quienes la ley encomienda la labor de convenir un sistema expedito de comunicación e información en tiempo real que permita la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas. Sin embargo, el sistema vigente tiene como característica fundamental ser de calce voluntario y no vinculante, de manera tal que, si una operación no es calzada transcurridos tres minutos en la bolsa de origen, el corredor tiene la opción y no la obligación de digitarla como OIB.

Lo anterior, se traduce en que un reducido número de operaciones entra al sistema interconectado, de ellas un bajo porcentaje logra ser calzado y dada la fragmentación del mercado, prácticamente la totalidad de la ordenes se cierran en la BCS, la cual además cobra un peaje por la operación.

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.

Sumado a lo anterior, de esta tabla se puede colegir que la utilización de OIB tiende a la baja, evidenciando una significativa disminución al año 2012. Así lo corrobora el informe de Alexander Galetovic en donde se indica que “entre enero de 2010 y abril del 2013, 55.016 de las 190.965 transacciones de acciones cerradas en la BEC tenían una mejor punta en otra bolsa”. Esto quiere

decir que, de haber estado interconectado el sistema se pudo obtener un mejor precio de cierre o punta y al mismo tiempo cumplir con el principio de la mejor ejecución de las órdenes. Esta información resulta bastante ilustradora para comprender cómo la fragmentación distorsiona la correcta formación de precios y a efectos de estimar el nivel de interconectividad que puede tener el mercado de intermediación bursátil al 2017. (2013: p. 6)

1.6 La fragmentación como barrera de entrada al Mercado de Valores

La fragmentación del mercado secundario de valores viene a desincentivar el ingreso de nuevos actores al mercado, toda vez que resulta mucho más atractivo, tanto para intermediarios como clientes, transar sus órdenes en la bolsa cuyo grado de concentración les permita tener una mayor probabilidad de cerrar su orden con el mejor precio de cierre y contar con más liquidez, en vez de entrar al mercado como una plataforma alternativa en condiciones que nunca podrán alcanzar a la liquidez total del mismo y, peor aún, deberán pagar peajes interbolsas que encarecerán la transacción.

En su informe, Galetovic intenta demostrar que, manteniéndose otros factores constantes, en un mercado fragmentado se efectúan menos transacciones que en uno integrado. Por tanto, la fragmentación siempre daña a los inversionistas y a los corredores de las bolsas menos líquidas en términos absolutos. En cambio, le podría convenir a la bolsa más líquida si el volumen transado por sus corredores aumenta en detrimento de los corredores de las otras bolsas, fenómeno que se conoce como *Rising Rival Costs* y concluye que la fragmentación favorece a los corredores de la bolsa más líquida y es anticompetitiva. (2013: p. 31)

Siguiendo este razonamiento lógico, lo anterior queda en evidencia si se piensa en un escenario en el cual la fragmentación no le conviene a nadie, esto ocurre – según el autor – cuando los corredores se encuentran repartidos en partes iguales en cada una de las bolsas, en este caso todos los corredores pierden con la fragmentación, ya que ninguno tiene acceso a la liquidez total del mercado ni a todos los precios punta, motivo por el cual van a preferir integrarse. En suma, el mercado secundario de valores nacional se mantiene fragmentado no porque los corredores prefieran la fragmentación en sí, sino porque un grupo de corredores se

ve beneficiado gracias al daño provocado a los corredores de las bolsas más pequeñas. (2013: p. 34)

La Fiscalía estima que este problema encuentra su solución en la interconexión del mercado al decir que *“Dichas barreras a la entrada, producto del efecto de red, prácticamente desaparecen cuando existe interconexión efectiva, ya que, al poder acceder a la liquidez total del mercado, las plataformas nuevas pueden entrar en igualdad de condiciones, aprovechando la concentración de oferentes y demandantes del mercado como un todo. De esta manera, se hace más viable la entrada ya que no es necesario concentrar una masa crítica de usuarios de la plataforma para hacer factible el negocio”*. (Rol ERN N°23: 2015: fojas.116). Actualmente, la única forma de acceder a la información disponible del mercado es formando parte u operando en la BCS, ya que en ella se concentra casi la totalidad del mismo, lo cual resulta desventajoso para los demás competidores y además viene a validar su posición dominante, la cual – como se explicó anteriormente – fragmenta aún más el mercado.

De los antecedentes expuestos, se evidencia que la fragmentación en el mercado secundario de valores y su falta de integración importa efectos negativos en materia de libre competencia, los cuales nos alejan de su ideal funcionamiento. De este modo, la falta de interconectividad entre las distintas bolsas y sus respectivos corredores que impiden su mayor liquidez, la baja efectividad de la OIB producto de su calce voluntario y no vinculante y el cobro de derechos interbolsa han introducido importante elementos anticompetitivos tales como barreras de entrada, distorsión en la formación de precios y una significativa concentración de mercado, perjudicando no solo a los actores más débiles del mismo, sino que también a sus inversionistas.

2. La Desmutualización.

2.1 Corredores de Bolsa

Los corredores de Bolsa son intermediarios entre oferentes y demandantes dentro de una determinada bolsa de valores. Su principal función es el corretaje de valores con el fin de lograr calzar las órdenes de compra y de venta con la mejor alternativa posible. Sin embargo, los corredores no son los únicos intermediarios de valores, también participan en el mercado de intermediación los agentes de valores que operan fuera de las bolsas de valores e instituciones

autorizadas para el giro bancario, supervisadas por el Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Para operar como corredor de bolsa es necesario cumplir con los requisitos establecidos en los artículos 26, 27, 40 en sus números 5 y 6, y 45 de la Ley de Mercado de Valores. Dentro de los cuales se establece estar previamente inscrito en el registro de Corredores y Agentes que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros, ser mayor de edad, haber aprobado el cuarto año medio o estudios equivalentes y acreditar los conocimientos suficientes de la intermediación de valores, sin embargo, esta acreditación será efectuada ante la bolsa respectiva y no por el órgano fiscalizador, contar con una oficina instalada para desarrollar las actividades de intermediación de valores, mantener un patrimonio mínimo de 6.000 UF para desempeñar su función, constituir una garantía cuyo monto inicial es de 4.000 UF y además, cumplir y mantener los márgenes de endeudamiento, de colocaciones y otras condiciones de liquidez y solvencia patrimonial que la Superintendencia indique.

Los bancos y sociedades financieras no requieren estar inscritos en el Registro de Corredores y Agentes de Valores para actuar como intermediarios, así lo dispone la Ley General de Bancos, sin perjuicio de estar sujetos a otras disposiciones de la Ley de Mercado de Valores respecto de sus actividades.

Los corredores, al igual que las bolsas de valores realizan un cobro por las negociaciones que realizan, este valor incluye la comisión del corredor, los derechos de bolsa, IVA, costo de mantención o custodia, entre otros costos. (SVS)

A su vez, los corredores de valores pueden operar en una o varias bolsas, en este último caso se denominan corredores duales. Al mismo tiempo, pueden ejecutar órdenes por encargo de terceros o por cuenta propia, es decir, para su propia cartera de inversiones. 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 introducir liquidez al mercado y hacer posible las transacciones. En ambos casos transan por cuenta propia. (Proposición N°18 TDLC: 2016: p. 21 - 23)

Actualmente, en Chile se encuentran inscritos 38 corredores de bolsa según da cuenta el Registro vigente de Corredores y Agentes de valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, de los cuales 24 transan en la Bolsa de Comercio de Santiago.

2.2 Mutualización

La mutualización en el mercado de valores consiste en una estructura que exige a los corredores de valores ser propietarios de la bolsa que le permitirá la entrada al mercado de intermediación bursátil. Esto quiere decir que para que un corredor pueda transar órdenes en una determinada bolsa de valores deberá primero ser miembro propietario de la misma por medio de la adquisición de acciones, aun cuando de acuerdo a nuestro ordenamiento jurídico para ser corredor de valores sólo se exige cumplir con las exigencias legales establecidas por la Ley de Mercado de Valores, dentro de las cuales encontramos mantener un patrimonio mínimo, contar con una oficina instalada, cumplir con la obligación de garantía y obtener la autorización por parte de la Superintendencia del ramo, entre otras, pero en ningún caso la adquisición de acciones de la bolsa en la cual pretenda operar. Lo anterior, se produce debido a que cada una de las bolsas establece de manera particular requisitos adicionales para el ingreso de los corredores en su plataforma a través de sus Reglamentos internos. En efecto, el estatuto de la BCS contempla tal requisito en su artículo 12, mientras que en la BEC se regula en el artículo 10 de su estatuto al igual que en la BVV.

En la práctica, la mutualización nos obliga a entender que la propiedad de la plataforma se encuentra asociada al derecho de operar en ella. En otras palabras, el derecho a prestar el servicio de corretaje por parte de los corredores depende de la propiedad de la plataforma en donde se realiza el servicio de intermediación provocando que los propietarios de la bolsa, los miembros de los órganos de decisión y los participantes de mercado coincidan. La mutualización no sólo produce efectos en el ingreso al mercado, naturalmente también tiene implicancias en los órganos de decisión de las entidades mutualistas, cuyas decisiones serán adoptadas por la mayoría de sus miembros en contraste - por ejemplo - con la forma en que se toman las decisiones en una sociedad anónima. (De la Lastra: CNMV)

2.3 Desmutualización

La desmutualización es un proceso por medio del cual una bolsa se transforma desde una estructura en la que los miembros son propietarios de las respectivas bolsas sin tener fines de lucro a una estructura societaria en donde la propiedad de las bolsas y los derechos políticos que de ella derivan se encuentran separados, esto es, una sociedad anónima con ánimo de lucro propiedad de sus accionistas. En palabras de Cuevas “*la desmutualización es el proceso que lleva la disociación del derecho de propiedad de la bolsa del derecho de intermediar en la plataforma*”. (2015. p 51). De este modo, la desmutualización implica la separación de la propiedad del derecho a acceder a la plataforma de las bolsas de valores con el fin de transar en ellas.

Dentro de los principales cambios que produce el proceso de desmutualización encontramos que (1) las decisiones serán adoptadas según el número de acciones sin precisar de la aprobación de la mayoría de los miembros; (2) Los propietarios, los directivos y participantes del mercado podrán ser diferentes; (3) Las acciones de la sociedad podrán negociarse; (4) la bolsa podrá atraer capital de otros inversores a parte de los participantes del mercado lo cual mejorará su capacidad de captar recursos; (5) introduce mayor competencia al mercado facilitando la entrada de nuevos competidores y; (6) la condición de participante de mercado no estará vinculada a la necesidad de ser miembro de una bolsa. (De la Lastra: CNMV)

Los factores que pueden impulsar estos procesos son diversos: (1) sin duda la competencia es uno de ellos, pues se elimina una importante barrera de entrada y permite un funcionamiento más eficiente desde el punto de vista comercial; (2) también facilita alianzas entre bolsas. (3) la demanda de mayor eficiencia de los mercados por medio de procesos de decisión más simplificados; (4) la implementación de cambios tecnológicos que den agilidad a los sistemas de negociación para disminuir costos a los inversionistas; (5) facilitar el acceso al capital pueden ser factores decisores y; (6) la creciente competencia global. (De la Lastra: CNMV) (Aggarwal: 2002: p. 8)

El proceso de desmutualización se hizo frecuente en los años 2000 y 2001, en la actualidad la mayoría de los mercados europeos se encuentran desmutualizados, sin embargo, en Estados Unidos el proceso tuvo lugar entre los años 2005 y 2007. La siguiente tabla proporcionada por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) resulta muy ilustrativa de esta tendencia.

| Bolsas desmutualizadas y cotizadas | | |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| Bolsa | Fecha desmutualización | Fecha cotización |
| Stockholm Stock Exchange (OMX) | 1993 | 1998 |
| Helsinki Stock Exchange (OMX) | 1995 | Integrated in OMX |
| Australian Stock Exchange | 1996 | Oct. 1998 |
| Copenhagen Stock Exchange | 1996 | Integrated in OMX |
| Amsterdam Stock Exchange | 1997 | Integrated in Euronext |
| Borsa Italiana | 1997 | |
| Iceland Stock Exchange | 1999 | Integrated in Euronext |
| TSX Group | 1999 | 2002 |
| Singapore Exchange | 1999 | Nov. 2000 |
| Hong Kong Stock Exchange | 2000 | Jun. 2000 |
| Nasdaq | 2000 | Feb. 2005 |
| Euronext NV | 2000 | Jul. 2001 |
| London Stock Exchange | 2000 | Jul. 2001 |
| Sydney Futures Exchange | 2000 | April. 2002 |
| Chicago Mercantile Exchange | 2000 | Dec. 2002 |
| Bolsas y Mercados Españoles (BME) | 2000 | Jul. 2006 |
| Greece Stock Exchange | 2001 | Feb. 2001 |
| Deutsche Börse | 2001 | Feb. 2001 |
| Oslo Stock Exchange | 2001 | OTC |
| Swiss Exchange (SWX) | 2001 | |
| New York Stock Exchange (NYSE) | 2006 | Mar. 2006 |
| Bursa Malaysia | 2004 | Mar. 2005 |
| CBOT Holdings Inc. | 2005 | Oct. 2005 |

Fuentes: OICV y Bolsa de Madrid

(CNMV)

Como se observa, ya desde la década pasada, las bolsas se han desmutualizado de manera progresiva pasando luego a ser cotizadas y siendo objeto de una dura competencia asumiendo la tarea de reestructurarse para enfrentar este desafío. Esto posiciona el proceso de desmutualización como uno de los cambios estructurales recientes que ha vivido la industria y que prácticamente han seguidos todos los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) esperando que este modelo se difunda gradualmente a mercados emergentes. (Christiansen, Koldertsova: 2008: p. 12)

La competencia se ha intensificado en el último tiempo en la negociación, cotización y asentamiento de instrumentos gracias a la desmutualización junto con otros factores clave como el mejoramiento de tecnologías de la información y la creación de instrumentos financieros innovadores. En ese sentido, hay que tener presente que la competencia ya no se limita al ámbito nacional, sino que se ha expandido a nivel internacional y, en consecuencia, las bolsas nacionales ya no compiten solo entre ellas, sino que deben estar preparadas para competir en mercados mucho más exigentes que comprenden grandes grupos consolidados que operan en un mercado financiero internacionalizado. (Christiansen, Koldertsova: 2008: pp. 13-14). En este nuevo contexto competitivo, la promesa de la desmutualización es que, junto con el capital necesario

para las inversiones en tecnología, los accionistas recientemente desmutualizados proporcionarán una nueva estructura de gobierno corporativo más eficaz en la gestión de conflictos entre los participantes del mercado. Por este motivo, es que las bolsas de valores activas en Chile se ven en la necesidad de ser competitivas más allá de sus fronteras para atraer inversionistas extranjeros.

2.4 La Desmutualización en Chile

La estructura mutualista según señala Ignacio Cuevas Gutiérrez responde a la tradición de las bolsas de valores en todo el mundo, en donde éstas eran concebidas como bienes semi-públicos cuyo único fin era otorgar una plataforma para las transacciones de instrumentos financieros. Por lo mismo, en general, no tenían fin de lucro. (2015. p 50) Sin embargo, la tendencia mundial apunta hacia una concepción de las bolsas como empresas que proveen una serie de servicios, tanto a los corredores como a los inversionistas. Debido a esto, se ha visto un proceso de desmutualización de las principales bolsas del mundo como respuesta a la inminente evolución de los sistemas financieros. Así, la Bolsa de Nueva York (NYSE) desde 1972 se constituyó como una organización sin fines de lucro cuyo poder de voto lo tenían titulares de asiento de la misma, es decir, corredores que compraban acciones o derechos para negociar en el intercambio. Esto, hasta el año 2005 momento en que la NYSE sufre un proceso de desmutualización pasando a ser una corporación pública simplificando su estructura haciendo posible la realización de adquisiciones en el extranjero, permitiendo luego en 2007 su fusión con Euronex, la bolsa de valores más grande de Europa. (Coffee; Seligman; Sale: 2007: p. 27)

Por su parte, la LMV chilena estableció un sistema de mutualización obligatoria dentro del cual se exigía a los corredores que desearan ejercer su actividad, la compra de al menos una acción en cada bolsa en la que quisiera operar. Hasta antes del 2007, las bolsas chilenas habían recorrido parte del camino hacia la desmutualización al constituirse como sociedades anónimas, de hecho, la BCS lo único que requería para desmutualizarse completamente es la autorización para que corredores sin acciones puedan operar en sus mercados. (Lefort: 2005: p. 31) Esto hasta el año 2007, ya que con la entrada en vigencia de la ley N°20.190 se introdujeron importantes modificaciones al artículo 40 N°5 de la ley en comento. Dentro de estas modificaciones destacan dos: (1) Primero, se agrega la posibilidad de que una bolsa admita que un corredor pueda operar en ella celebrando un contrato y no con la sola adquisición de la respectiva acción. Esto constituye una ventaja ya que se eliminaría una importante barrera a la entrada para operar en el

mercado de intermediación financiera, considerando que el valor de la acción de la BCS es de \$2.000.0000.000 de pesos aproximadamente; (2) En segundo lugar, esta modificación establece que ningún corredor podrá poseer más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores.

Queda en evidencia que el legislador chileno - siguiendo la tendencia mundial - tiene la intención de avanzar desde un sistema mutualizado en el que los operadores son propietarios de las bolsas a uno desmutualizado en donde la propiedad y el derecho a acceder a la plataforma se encuentran separados. Sin embargo, en los hechos las bolsas siguieron exigiendo el carácter de accionistas para conferir la calidad de corredor de la respectiva bolsa, dicha exigencia se encuentra contenida en artículo 12 del estatuto de la BCS; así como en el artículo 10 de los reglamentos de la BEC y la BVV.

Recién en junio de este año – esto es 10 años después de la entrada en vigencia de la Ley N°20.190 – la BCS materializa su desmutualización luego que la SVS aprobara sus nuevos estatutos y reglamentos y la modificación del Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores. Según señala el mismo organismo, el proceso de desmutualización se inició a comienzos de 2015 con la formación del Comité de Desarrollo Estratégico, el cual tuvo por objeto el estudio de experiencias exitosas en mercados como el brasileño, español, colombiano, mexicano y canadiense cuya labor se dio por finalizada en marzo del 2016. Demostrando el largo y lento camino que ha recorrido la desmutualización en nuestro país, la cual ha tenido que esperar una década para ser realidad y no porque la ley así lo estipuló, sino gracias a la votación de un directorio luego del trabajo de un Comité interno. Esta disociación entre el contenido de la ley y la práctica es producto de la tímida voluntad de las bolsas de valores chilenas en realizar cambios, o bien, la ausencia de interés de la BCS en arriesgar su posición dominante del mercado y, por otro lado, la ausencia de presión suficiente por parte de la autoridad por hacer realidad la letra de la ley.

Junto con la eliminación de la mutualidad, la Junta acordó una serie de medidas concordantes a este proceso. Así, la desmutualización de la BCS implicará un cambio en su gobierno corporativo bajo la obligación de contar con un directorio integrado por 11 miembros de los cuales al menos tres no estarán vinculados a la Bolsa y a las corredoras, además de la creación de comités de usuarios con participación de representantes de emisores, inversionistas y corredores y la obligatoriedad de tener un Código de Buen Gobierno Corporativo o Programas

Compliance, entre otras materias. Asimismo, se establece un límite de concentración de la propiedad, de manera tal que, ninguna persona, natural o jurídica, en forma individual o conjuntamente con personas relacionadas, pueda poseer directa o indirectamente más del 25% del capital accionario de la Bolsa. Lo dicho con anterioridad es de suma importancia, pero no debido a la implicancia que puede llegar a suscitar este cambio, sino porque la BCS establece un margen de propiedad superior al establecido en las modificaciones que incorporo la Ley 20.190, que establece un límite del 10% en la propiedad de las bolsas. De manera adicional, se determinó el canje de un millón de acciones por cada título de la BCS, con el fin de aumentar la liquidez y facilitar la negociación de las acciones de la propia bolsa en el mercado.

2.5 Beneficios y Desventajas de la Desmutualización

Al adoptar el proceso de desmutualización se debe tener claridad respecto a los efectos que su implementación puede provocar en el mercado de valores. En este sentido, las bolsas se verían beneficiadas, en primer lugar, porque la desmutualización supone la reducción de las barreras de entrada al mercado de intermediación financiera. En segundo lugar, disminuiría los riesgos asociados a la integración vertical de los servicios de bolsa con el servicio de corretaje. En tercer lugar, generaría un incentivo a desarrollar el rol de la plataforma bursátil de las bolsas de valores, es decir, sería un incentivo a la competencia a través de la innovación y diversificación de sus servicios. Finalmente, produciría mejoras en el gobierno corporativo de las bolsas de valores. (Proposición N°18 TDLC: 2016: p. 49)

De estos beneficios, los dos primeros resultan vitales para la libre competencia, puesto que – al menos en teoría – una bolsa que se encuentra mutualizada no tendría incentivo para contratar con los corredores desmutualizados, ya que ellos serían competidores de aquellos que forman parte de una bolsa bajo una estructura mutual. En otras palabras, los corredores mutualizados en una bolsa detentan una propiedad sobre la misma como accionistas, por tanto, buscarán el beneficio de la bolsa porque supondría un beneficio para ellos mismos. En cambio, un corredor desmutualizado podría competir en todas las bolsas que establece el sistema al no existir esta barrera a la entrada, ya que no sería necesario que estos adquieran parte de la propiedad de dichas bolsas, lo cual es un rasgo característico de un sistema mutual. Esto supone una importante barrera de entrada a potenciales competidores del mercado de intermediación

financiera, toda vez que un limitado número de personas están en condiciones de financiar la mutualización y, al mismo tiempo, cumplir con los demás requisitos que se exigen para constituirse como corredor. Entonces, por un lado, limita el acceso de nuevos competidores al mercado y, por otro proporciona mayor liquidez solo a la bolsa que mantiene una posición dominante en el mercado de valores, puesto que si un potencial nuevo corredor debe realizar una inversión de tal envergadura para desarrollarse como tal, tendrá mayores incentivos para mutualizarse en la bolsa que abarca una mayor cuota del mercado, ya que de esa manera podrá alcanzar los mejores precios punta beneficiando a sus inversionistas y, en consecuencia, haciéndolo más competitivo.

A su vez, el sistema de mutualización implica cierto nivel de integración vertical entre las bolsas y sus corredores, lo cual deriva de la situación descrita en el párrafo anterior. En términos sencillos, los agentes integrados verticalmente están unidos por una relación de jerarquía y comparten su propiedad, cuestión que en el mercado de valores se refleja en el hecho que los corredores son accionistas de las bolsas en las que operan porque el sistema mutualizado así lo exige, pero, además, cada bolsa funciona como un órgano regulador de los mismos. La verticalidad, en este caso, abarcaría el mercado primario y secundario de valores y el mercado de intermediación. Lo anterior, es importante porque la integración vertical busca un mayor control de la competencia y las actividades realizadas por intermediarios del mercado.

Desde la BCS, su presidente sostiene que con la desmutualización pretenden iniciar una nueva etapa en la historia de la entidad esperando introducir mayores grados de competencia, eficiencia y transparencia y, de este modo, fortalecer el mercado de capitales chileno, beneficiando así a emisores, inversionistas e intermediarios que participan en él. (BCS: 2017)

En cuanto a las desventajas, dadas las particularidades del mercado de valores, los procesos de desmutualización producen algunas dificultades, las cuales se relacionan principalmente con el rol regulatorio que las bolsas de valores cumplen. (Coffee; Seligman; Sale: 2007: p. 27). El problema radica principalmente en la reglamentación de la actividad bursátil de las bolsas y sus corredores, el cumplimiento por parte de sus miembros de los más elevados principios de ética comercial y disposiciones legales aplicando sanciones a sus miembros. Este proceso debería gatillar cambios en las estrategias de las bolsas de valores, cambios que podrían devenir en conflictos entre sus finalidades comerciales y regulatorias. Esto se debe al mayor

interés de maximizar sus utilidades lo que naturalmente se produce bajo una estructura menos integrada verticalmente. Se podría entrar en una situación de subsidios cruzados, ya que las bolsas de valores tendrían incentivos para usar sus ingresos para fines netamente comerciales en lugar de cubrir los costos de regular y fiscalizar a sus corredores. (Proposición N°18 TDLC: 2016: p. 50). Desde el punto de vista de los reguladores, es importante analizar la adecuación las funciones y responsabilidades regulatorias en relación a los posibles conflictos de interés que se puede generar entre sus accionistas, quienes buscarán la maximización de sus utilidades, y los agentes de mercado, quienes requieren de servicios de negociación más eficientes y competitivos, a lo cual se podría sumar la reducción de recursos destinados por la bolsa precisamente a sus funciones de supervisión y regulación lo que podría traducirse en disminuir parámetros de admisión a quienes quieran cotizar en ella, flexibilización de normas de contratación y condiciones para participar del mercado y las exigencias para reducir riesgos en la compensación y liquidación. (CNMV: pp. 9-10). En esencia, se teme que, debido al fin de lucro, las bolsas se vean tentadas a bajar sus estándares para generar más ingresos en el contexto de la desmutualización. (Christiansen, Koldertsova: 2008: p. 4)

La respuesta a estos problemas ha sido variada según la regulación que se trate, no existe una fórmula universal para su mitigación o solución. (OICV: 2006: p. 11-21) En algunos casos se ha optado por dejar en manos de entidades independientes las actividades de compensación o liquidación, aumentar la regulación estatutaria y la vigilancia supervisora, traspasar las funciones de fiscalización a reguladores o agencias independientes o a organismos autorreguladores como es el caso de “Financial Industry Regulatory Authority” (FINRA) en Estados Unidos que ha sido destacada como una práctica positiva en la materia (Christiansen, Koldertsova: 2008: p. 6), el establecimiento de mecanismos de gobierno corporativo, imponer límites a los accionistas, por ejemplo determinando cuotas máximas de capital que puede tener cada accionista, entre otras. (CNMV: p. 14) Estos elementos pueden darse aislados o conjuntamente. Por ejemplo, en el caso de Chile, la BCS dentro de su proceso de desmutualización ha establecido un límite a la concentración de propiedad en virtud del cual ninguna persona, natural o jurídica, puede poseer directa o indirectamente más del 25% de su capital accionario dictándose además un nuevo reglamento y Código de Gobierno Corporativo aprobado por sus directores, entre otras medidas.

Finalmente, ningún mercado bursátil se encuentra aislado del escenario internacional, de modo que, al igual que otros mercados ha sufrido los impactos de la globalización. Hace algunas décadas era imposible hablar de un mercado de valores mundial, toda vez que éstos se encontraban protegidos por barreras al flujo de capital transfronterizo, por las diferencias de divisas y las limitadas herramientas tecnológicas de la época. Esto cambia dramáticamente en la década de los 90's de la mano con la introducción de nuevas tecnologías que hicieron del mercado de valores uno altamente dinámico, más eficiente y globalizado. Lo anterior, exige armonizar la normativa con el creciente mercado mundial, motivo por el cual la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) ha liderado este esfuerzo y esencialmente ha alcanzado un consenso internacional sobre normas de divulgación de valores. Por esta razón, se aprecia cierta tendencia a desregular respecto algunas materias, ejemplo de ello lo encontramos en la flexibilización de los estándares de la Securities and Exchanges Commission (SEC) en Estados Unidos que ha posibilitado la competencia entre mercados a nivel internacional y al mismo tiempo atraer nuevos inversionistas extranjeros y liquidez al mercado. Con la desregulación experimentada en Londres Stock Exchanges (LSE) en 1987 se avizoraba el comienzo de una nueva competencia entre mercados para determinar cuál ofrece mayor liquidez, menores costos de transacción y poca regulación innecesaria y, así lograr un mejor posicionamiento en el mercado mundial y evitar la fuga de capital al exterior. (Coffee; Seligman; Sale: 2007: p. 41-45). Del mismo modo, la desmutualización puede ser entendida como parte de este movimiento desregulatorio que viene a flexibilizar los mercados bursátiles e introducir mayor competencia a todo nivel.

Con todo, cabe señalar que existen variados factores que debemos tener en cuenta a la hora de analizar las causas y consecuencias de la globalización, dentro de los cuales se encuentran: (1) la interconexión de los mercados internacionales, ya que el desarrollo de un mercado repercute en otros; (2) el desequilibrio del mercado de capitales; (3) el uso de tecnología en tributación directa del funcionamiento de los mercados de capitales haciendo viable la comunicación mundial de información financiera y reduciendo los costos de transacción; (4) la teoría financiera; (5) la existencia de mercados derivados y; (6) la desregulación. (Coffee; Seligman; Sale: 2007: p. 45)

2.6 Experiencia comparada

Respecto a la experiencia internacional, los procesos de desmutualización se iniciaron el año 1993 con la Bolsa de Valores de Estocolmo, luego le siguieron las Bolsas de Valores de Helsinki y de la India en 1995, un año después la Bolsa de Copenhague y con posterioridad las Bolsas de Ámsterdam, Australia, Toronto, Hong Kong y Londres, entre otras.

Los puntos comunes de todos estos procesos de desmutualización dicen relación con el rol asignado a la autorregulación, el límite a la propiedad de las bolsas y las facultades otorgadas a la autoridad regulatoria. Así las cosas, la Bolsa de Valores de Australia (ASX) mantuvo todas sus funciones autorreguladoras, 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. (Proposición N°18 TDLC: 2016: p. 52)

En Hong Kong (HKEx) se impuso la exigencia de que el número de directores nombrados por los accionistas de la Bolsa y aquellos nombrados por el secretario de finanzas sea el mismo. Además, la HKEx si bien mantiene sus funciones regulatorias está sujeta a la supervigilancia de la comisión de Valores y Futuros, en el evento de existir un conflicto de interés con otras empresas emisoras inscrita en ella. (Proposición N°18 TDLC: 2016: p. 52)

Por su parte, el caso canadiense llama la atención, por cuanto la Bolsa de Valores de Toronto (TSX) estableció que ninguna persona podía ser dueño de más de un 5% de sus acciones, a menos que haya una autorización de la Comisión de Valores de Ontario.

Finalmente, respecto a la Bolsa de Valores de Londres, ésta optó por mantener alguna de sus funciones regulatorias, las cuales están sujetas a la supervigilancia de la autoridad administrativa competente, por ejemplo, tratándose del proceso de inscripción de entidades emisoras como también limitaciones a la cantidad de acciones de la LSE que una persona puede tener.

En definitiva, las características del mercado bursátil y el impacto que una regulación inadecuada puede producir en la economía de un país exige la imposición de ciertas barreras de

entradas a quienes participan en él. En otras palabras, no se puede permitir que cualquier persona ejerza funciones de corretaje de valores sin contar con la suficiente solvencia y expertiz sobre la materia con tal de introducir competencia, sino que, con la desmutualización, se busca dar con aquellas barreras que resultan imprescindibles y necesarias, excluyendo aquellas excesivas y no razonables, ya que solo producen una limitante desproporcionada e incluso arbitraria en un mercado que exige mayor competencia. En este sentido, las bolsas no solo establecen barreras de entrada que no se encuentran contempladas por la ley, sino que también controlan la intensidad que tendrá esta barrera.

III. PROPUESTA TDLC

1. Reseña de la propuesta del TDLC

Como consecuencia del requerimiento iniciado por la FNE con fecha 20 de febrero del año 2015, mediante presentación de fojas 97, se solicitó al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia que en virtud de la facultad consagrada en el artículo 18 N°4 del DL N°211, se propusiera a S.E. la Presidenta de la República, mediante el Ministro de Hacienda de ese entonces don Rodrigo Valdés Pulido, 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

Dentro de los puntos particulares que la Fiscalía solicitó al Tribunal recomendar: En primer lugar, que se modifique el artículo 44 bis de la ley N°18.045, de Mercado de Valores o que se dicten o modifiquen los preceptos legales o reglamentarios, con el objeto de establecer un sistema de OIB con calce vinculante, automático e instantáneo, a lo menos respecto de acciones y cuotas de fondos de inversión que se transen por medio de pregón electrónico. Junto con esto, se solicita que se dicte o modifique la normativa reglamentaria pertinente necesaria para una efectiva interconexión de los sistemas de negociación de las bolsas mediante sistemas de calce vinculante, automático e instantáneo

En segundo lugar, se solicita que se modifique el artículo 40 N°5 de la misma ley o que se dicten o modifiquen los demás preceptos legales y 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 de patrimonio equivalentes para los corredores que participen en el sistema, de acuerdo a su participación al riesgo. (Rol ERN N°23:2015: fojas.2)

Del análisis que el TDLC efectuó sobre estas consideraciones, estimo necesario ejercer la facultad conferida en el artículo 18 N°4 del DL N°211. Esto en el entendido de que los beneficios de las recomendaciones que se realizarán superen los costos asociados a dicha regulación – cuestión que deberá ser determinada por el competente regulador – proponiendo a la Presidenta de la República, a través del Ministro de Hacienda, la dictación o modificación de los preceptos legales o reglamentarios orientados a:

- a) Establecer un sistema de interconexión obligatoria, el cual debe ser automático entre las distintas bolsas de valores del país y con calce vinculante. Para esto se recomienda la modificación del inciso segundo del artículo 44 bis de la Ley 18.045, pero, además, se deberá analizar si se debe imponer un peaje por las operaciones interbolsas (cuyo monto será determinado por el regulador competente), el que podría ser aplicable únicamente si el costo marginal de las OIB fuera mayor a cero. (Rol ERN N°23:2015: fojas.56)
- b) Establecer 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. Dentro de estas medidas de seguridad si la autoridad considera pertinente la utilización de una única institución como contraparte central, el TDLC señala que esta deberá ser licitada por el regulador competente, mediante la cual se asegure una adecuada competencia *ex ante*, utilizando para ello los criterios “pro competitivos” que el mismo TDLC ha recomendado en los casos que asigna un monopolio. (Rol ERN N°23:2015: fojas.57) (TDLC: Autoacordado N°17: 2017)
- c) Otorgar a los inversionistas el derecho a exigir que una determinada orden pueda ser realizada bajo ciertas condiciones siguiendo sus instrucciones, las que deberán ser específicas, objetivas y técnicamente factibles. (Rol ERN N°23:2015: fojas.57)
- d) Establecer que ninguna persona, natural o jurídica, en forma individual o conjuntamente con sus relacionados, según define 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. (Rol ERN N°23:2015: fojas.57)

- 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. (Rol ERN N°23:2015: fojas.57)

2. Voto Disidente

La resolución no fue una decisión unánime y exenta de controversias al interior del TDLC. Esto debido a que la decisión del Tribunal fue acordada con el voto en contra de la Ministra María de la Luz Domper quien, si bien comparte lo señalado por la mayoría en la presente resolución en lo que atañe a la desmutualización, estuvo por no recomendar la interconexión automática, vinculante y en tiempo real de las bolsas de comercio en función de los siguientes argumentos:

Primero, la Ministra estima que para ejercer la facultad establecida en el artículo 18 N°4 del DL N°211, no es suficiente que la interconexión automática, vinculante y en tiempo real sea factible y 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 que la norma recomendada permita fomentar la libre competencia. A juicio de la Ministra 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 la justifique. Por el contrario, esta Ministra considera que los riesgos de la mayor regulación que conlleva el exigir una interconexión automática, vinculante y en tiempo real pueden ser relevantes. (Rol ERN N°23:2015: fojas.57-58)

El segundo argumento tiene que ver con que si por fragmentación se entiende la existencia de más de una bolsa de comercio donde se transen 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 se constata la existencia de la fragmentación en el mercado de valores

nacional. Empero, si por fragmentación se entiende el efecto que tiene la existencia de más de una bolsa en cómo se forman los precios de esos títulos, como lo que sucede actualmente con la BCS que concentra la mayoría de las transacciones, medida en cantidad de montos transados en ella, la fragmentación producto de esta concentración no ha afectado negativamente la liquidez ni la formación de los precios de los títulos. Además, agrega que dado que los 20 mayores corredores que operaron durante el 2014 (los cuales concentraron el 95,8% de las transacciones) 19 de ellos lo hicieron en la BCS, esto en opinión de la Ministra, lleva a que en la práctica la información sobre el precio de un título está disponible en tiempo real para la mayoría del mercado. (Rol ERN N°23:2015: fojas.58)

De este modo, la Ministra disidente concluye que una interconexión vinculante, automática y en tiempo real generará beneficios marginales en términos de que la formación del precio de un mismo título no esté diseminada en distintos centros bursátiles; que se otorgue mayor y mejor información sobre los precios en tiempo real y que se logre que las transacciones se calcen al mejor precio disponible. Así las cosas, los beneficios de eliminar la fragmentación serán marginales, ya que los problemas que esta genera no están actualmente presentes en forma relevante en nuestro sistema bursátil.

Avanzando en su razonamiento la Ministra señala que es útil preguntarse si existe un problema de libre competencia que justifique una regulación como la que se solicita. A su juicio no existen problemas que afecten a la libre competencia de una manera sustantiva, ya que la totalidad del volumen de transacciones se realiza en la BCS, por lo que difícilmente se puede argumentar que dichas transacciones se llevan a cabo en condiciones menos ventajosas o a un precio que no es el mejor producto de la fragmentación. En su opinión este solo argumento, es decir, la inexistencia de un perjuicio para el mercado en términos de formación de precios basta para no recomendar la norma solicitada, toda vez que no habría un problema de libre competencia que la justifique. (Rol ERN N°23:2015: fojas.59)

Por otra parte, la Ministra sostiene que 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. Siguiendo este razonamiento agrega que 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 (Rol ERN N°23:2015: fojas.59).

Luego, señala que el diagnóstico del caso chileno es muy diferente al que dio origen a la regulación del National Market System (NMS) en EE.UU. donde no existía la asimetría que se da en Chile en cuanto a volúmenes transados en la Bolsa de New York y el resto de las bolsas de ese país, en donde se formaba el precio de un mismo título en distintas bolsas lo cual generaba un problema de información. Con todo – para sustentar su argumentación – la Ministra recurre a diversos estudios que muestran que la regulación NMS, aplicada en EE.UU. 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 internacionales. Ello había tenido – en opinión de la disidente – un efecto negativo, por cuanto se habrían incentivado las transacciones fuera de bolsa, en los denominados *dark pools*. (Rol ERN N°23:2015: fojas.59).

Así las cosas, la Ministra concluye que, aunque estos problemas se mitigan con la recomendación de la mayoría del TDLC 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, 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.

Por todos estos argumentos, la Ministra María de la Luz Domper, no ha logrado formarse la 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. Así, por su carácter vinculante, a mejor precio y aplicable a todas las bolsas, conlleva un nivel de regulación que en su opinión es excesivo, el cual podría generar problemas negativos y eventualmente crear monopolios legalmente autorizados. (Rol ERN N°23:2015: fojas.61)

3. Comentarios a la Proposición

Habitualmente, se justifica el carácter autorregulado de los mercados de valores basándose en que (1) en un ambiente competitivo, las bolsas de valores tienen incentivos para

disciplinar a sus miembros con el objetivo de mejorar su reputación, atraer las operaciones de un mayor número de clientes y aumentar los volúmenes transados y, (2) la complejidad inherente a la regulación del mercado de capitales ha hecho que los reguladores gubernamentales hayan tendido a confiar parte de sus funciones reguladoras en los mismos mercados de valores. Si bien, la autorregulación y el desarrollo de gobiernos corporativos en el mercado de valores es y seguirá siendo importante para permitir el desarrollo de los mercados en un ambiente complejo y cambiante, en ausencia de una apropiada regulación y supervisión del mercado de valores no es posible promover la competencia ni garantizar la protección a los inversionistas. (Lefort: 2005)

Indudablemente existe una atmósfera de cambios para el mercado de valores chileno, se tiene consciencia de la necesidad de modernizar y mejorar la eficiencia del mercado para hacerlo más competitivo y atractivo a nivel local e internacional. En este sentido, por medio de la facultad de hacer proposiciones normativas al poder ejecutivo, el TDLC no solo propone un cambio a la LMV, sino que también ha buscado enviar señales al mercado en miras de obtener ciertos efectos como una vía paralela a la reforma legislativa, la cual como se sabe tiene varias desventajas, por ejemplo, su lentitud e incertidumbre respecto al resultado que se obtendrá. Se puede decir que, en cierta medida esta estrategia ha sido exitosa si consideramos que, aun cuando todavía no hay cambios normativos en la materia, la BCS anunció este año el inicio de su proceso de desmutualización, el cual responde a esta proposición aunque con ciertos matices.

Asimismo, el pasado 23 de febrero del presente año se publicó la Ley N°21.000 que crea la Comisión de Mercado de Valores (CMV). El poder ejecutivo y legislativo han decidido crear una nueva entidad institucional que estará encargada de la supervisión de los mercados de valores y seguros, transformando la actual Superintendencia en una Comisión de Valores y Seguros e introduciendo mejoras relevantes en materia de gobierno corporativo, procesos regulatorios y sancionatorios conforme a los mejores estándares y recomendaciones internacionales. Con esto se intenta responder al desafío de proporcionar una estructura de regulación y supervisión financiera que pueda responder a mercados cada vez más dinámicos e integrados, productos financieros de creciente complejidad y en constante evolución y con un acceso cada vez más masivo al mercado por parte de inversionistas y asegurados de distintos perfiles. (Historia de la Ley N°21.000: 2017)

La reciente creación de este ente podría resultar un gran aporte al propósito del TDLC a la hora de enviar mensajes al mercado bursátil gracias al conjunto de facultades que le han sido otorgadas, entre ellas, mayores facultades normativas por medio de la proposición de normas legales y reglamentarias al Presidente de la República, también contará con un sistema integrado de evaluación de impacto regulatorio, que permita mejorar la calidad regulatoria, contempla el mejoramiento del proceso administrativo sancionatorio, dando mayores garantías de objetividad e imparcialidad a los fiscalizados y la ampliación de facultades investigativas y recopilación de información para facilitar procesos sancionatorios, entre otros. (Historia de la Ley N°21.000: 2017)

Las medidas descritas se enmarcan dentro de la agenda Mercado de Capitales Bicentenario. El año 2010 el gobierno de turno anuncia su compromiso con la eficiencia y competitividad de los mercados financieros dentro de cuya iniciativa se enmarca la reciente creación de una nueva institucionalidad fiscalizadora dotada de mayores facultades para el desarrollo de su labor y el mejoramiento de los sistemas de información y transparencia para la correcta formación de precios en el mercado de valores. (Larraín: 2010) La iniciativa comprende la promulgación de la Ley de OPAs, Reformas al Mercado de Valores I, II y III, Ley de Gobiernos Corporativos de empresas privadas y atiende a las recomendaciones emitidas por el Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico y la Comisión de Supervisión, Regulación y Financiamiento (Desormeaux) que fue encargada por el Ministerio de Hacienda el año 2010. (Historia de la Ley N°21.000: 2017) (OCDE:2015: p. 16) Con esto, se pone en relieve que la intención de las autoridades está por introducir modificaciones que mejoren las condiciones del mercado en los valores. Sin embargo, esto no es del todo novedoso, ya que desde finales de la década de los 90's se tiene consciencia que el mercado de valores chileno se encuentra fragmentado y se ha intentado integrarlo por medio de diferentes resoluciones e incluso la ley en el artículo 44 señala que el mercado de valores es uno solo, deseo que no se ha materializado hasta la fecha producto de la ineficacia de las OIB. Esta situación - la inexistencia de un sistema interconectado - ha fragmentado el mercado de valores chileno fenómeno que sólo se ha tolerado por la estabilidad de su funcionamiento, estabilidad que a su vez es posible gracias al alto grado de concentración que detenta la BCS. Algunos autores sostienen que gracias a esta falla no existe distorsión en la formación de precios, ya que la BCS concentra el 98% del mercado

mientras que gran parte del 2% restante lo tiene la BEC cuyos corredores en su mayoría operan en la BCS, por tanto, la formación de precios se realiza casi en su totalidad en la BCS en donde se encuentra prácticamente toda la actividad del mercado. Del mismo modo, se cumpliría con el principio de la mejor ejecución de las órdenes, toda vez que solo un porcentaje marginal de los corredores opera fuera de la BCS. (Córdoba: 2015)

Este mismo razonamiento subyace en el voto disidente de la ministra Domper, quien estuvo por no recomendar la interconexión en la proposición en comento al no formarse la convicción que exista un problema de libre competencia posible de solucionar con dicha resolución. Se estima que si entendemos por fragmentación el efecto que se deriva de la existencia de varias bolsas en la formación de precios, el mercado de valores chileno no se encuentra fragmentado, o bien, si lo está dicha fragmentación no ha afectado negativamente el mercado gracias al alto nivel de concentración que ostenta la BCS. En este sentido, la concentración del mercado de valores ha posibilitado: (1) que la fragmentación existente no afecte la liquidez ni la formación de precios de los títulos; (2) que en su mayoría las órdenes se cierran al mejor valor disponible y la diferencia de precios entre una bolsa y otra son muy marginales; (3) que, en la práctica, la información esté disponible en tiempo real para la mayoría del mercado. En consecuencia, la ministra concluye que la interconexión vinculante, automática y en tiempo real generará beneficios marginales dado que la fragmentación del mercado no provoca problemas relevantes para su funcionamiento y competencia y está por dejar que el mercado se autorregule. (Proposición N°18 TDLC: p. 57-58).

El costo de sostener esto pasa por tolerar un grado de concentración excesivo y la posición dominante de la BCS que, si bien per se no es reprochable, puede tender a proyectarse en conductas abusivas en atención a la señal que le envía la autoridad al consentir tal posición, ya que la Bolsa puede perfectamente interpretar que ese es su “piso” y desde ahí puede ir forzando su conducta en orden a conservar y potenciar los beneficios de esa posición. A su vez, supone ignorar a los demás participantes del mercado por el hecho de representar una cifra menor simplemente porque no se justifica mejorar las condiciones de competencia para que estos actores logren posicionarse en el mercado y, en definitiva, se les margina irremediablemente a una pequeña cuota de mercado. Esto desincentiva la innovación y la inversión de las bolsas en mejorar su funcionamiento y entregar un mejor servicio a potenciales inversionistas y sus corredores. Por el contrario, obliga a los corredores de cada a bolsa a costear el pago de derechos

y acciones para poder operar en la BCS y así optar al resto del mercado al cual no tienen acceso por sí mismos, lo que resulta arbitrario y anticompetitivo, puesto que de no ser así nunca podrán acceder a la totalidad del mercado ni a toda la información disponible impidiendo que cumplan con el principio de la mejor ejecución de las órdenes. En definitiva, según la Ministra la interconexión no se justifica gracias al grado de concentración de mercado en manos de la BCS, ya que nos entrega un nivel de fragmentación tolerable aun en perjuicio de los demás participantes.

La dicotomía entre la norma y los dictámenes de la autoridad, por un lado, y lo que ha sucedido en la práctica por otro, deja en evidencia la dificultad y reticencia que existe en modificar las condiciones actuales del mercado. Hay que evitar la instrumentalización de la sensibilidad que el mercado de valores supone para la economía y crecimiento de un país por parte de la entidad dominante en orden para así no acatar lo que la ley y la autoridad dictamina a través de sus resoluciones como ha sucedido hasta ahora. Enhorabuena llega la creación de la CMV quien puede constituir una gran oportunidad de cambiar este escenario, aunque la tarea no es fácil.

Lo dicho hasta ahora busca responder el porqué de introducir más competencia y evitar la competencia por competencia, es decir, no caer en la errada idea que a mayor competencia mayor rentabilidad, ya que la relación entre una y otra no es siempre directamente proporcional. Se puede decir que cada mercado es un universo por sí mismo y se debe analizar en cada caso la posibilidad de regular. Aquí, se advierten al menos dos posturas claras al respecto, ambas con argumentos válidos. Ahora, una vez que respondamos por qué inmediatamente debemos preguntarnos ¿dónde? El mercado de valores es complejo y contempla competencia a distintos niveles, se puede fomentar y/o proteger la competencia a nivel de corretaje, nivel de bolsas, de órdenes transadas, de emisores, por nombrar algunos ejemplos.

Cuando se compite por las órdenes se busca captar el flujo de las transacciones, ya sea bajando las comisiones o costos de transacción o bien recurriendo a pagos por las órdenes. Algunos autores son de la idea que fomentar esta competencia implica que la formación de precios del mercado bursátil es gratuita, sin que las bolsas agreguen valor en su generación. Las bolsas serían simplemente procesadoras de la información disponible. Así, interconectar los mercados no generaría efectos negativos ni *free riders*. Por el contrario, si se estima que las bolsas

sí agregan valor y participan de la formación de precios del mercado, los agentes que no la costean pero que se benefician de ella se convertirían en *free riders*. Lo anterior, no incentivaría el mejoramiento de los sistemas de transacción para lograr una mejor formación de precios por parte de las bolsas tradicionales y el negocio estaría en ofrecer alternativas de transacción a menor costo a partir de la información y mercado creado por ellas. (Córdoba: 2015)

Por el contrario, si la competencia es por los emisores, los resultados podrían ser diversos. Cuando se busca atraer emisores, las bolsas compiten ofreciendo mejores condiciones para que las empresas puedan acceder a capital al menor costo posible. Aquí, la profundidad y liquidez del mercado y la reputación de la bolsa son claves. (Córdoba: 2015) Un ejemplo de este tipo de competencia lo encontramos en Estados Unidos en donde la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) compite con NYSE por captar emisores y atraer inversionistas a sus ruedas como fue el caso de la Oferta Pública Inicial (IPO) de Facebook. (NASDAQ website).

Con la interconexión vinculante y en tiempo real, la competencia seguirá siendo por el tráfico de órdenes, incentiva la competencia entre corredores por las órdenes quienes bajarán las comisiones por sus servicios de corretaje siendo indiferente la bolsa en la que operen debido a la interconexión produciendo un problema de *free riders*. El Tribunal no se pronuncia sobre este punto, sin embargo, la ministra lo aborda en su voto disidente señalando que, si bien es posible que esto ocurra con la interconexión del mercado secundario de valores chileno, en el escenario actual del mercado la relevancia por operar en una bolsa u otra está dada por si se puede operar en la BCS, ya que en definitiva en ella se produce la formación de precios y en ella está concentrado prácticamente todo el mercado. En cambio, si se decide fomentar la competencia a nivel de emisores sería una interesante alternativa barajar la posibilidad de interconectar el mercado primario de valores. Por su parte, si se quiere proporcionar mayor profundidad al mercado a través de la diversificación de instrumentos transables la vía es la reforma legislativa. No obstante, el TDLC y la CMV pueden cumplir un rol clave para impulsar dicha iniciativa. Al respecto, cabe señalar que algunas modificaciones regulatorias no tienen como antecedente proposiciones normativas ni tampoco son motivadas puramente por razones de competencia, sino por cuestiones meramente coyunturales.

Responder adecuadamente esta pregunta es crucial ya que fomentar la competencia de manera errada puede producir efectos no deseados en el mercado. Según Blume la regulación de la NMS en Estados Unidos que implementa un sistema de calce vinculante que obliga a cerrar las transacciones al mejor precio disponible entre bolsas generó un mayor nivel de fragmentación derivado de la aparición de sistemas alternativo de intercambio distinto a las bolsas tradicionales incentivando la transacción en los denominados *dark's pools*. Sin embargo, este puede ser asumido como el costo de la innovación. (2007: pp. 4 - 9)

Un elemento que llama la atención guarda relación con la recomendación que hace el Tribunal de analizar el establecimiento de un sistema tarifario asociado a la interconectividad a través de las OIB, cuyos montos deberán ser fijados por la autoridad reguladora. Aun cuando el TDLC solamente llama a reflexionar sobre la posibilidad de imponer peajes para las OIB y no lo recomienda directamente, si se llega a la determinación de implementar dicho sistema tarifario manteniendo los niveles de concentración actuales y la posición de dominancia de la BCS, en los hechos no se lograría el objeto propuesto por la FNE, toda vez que aun cuando sería el ente regulador el que imponga el valor de la operación, en su mayoría las ordenes serían cerradas en la BCS siendo la única que, en definitiva, se beneficiaría del pago de tales derechos.

Lo que se quiere destacar al plantear estas problemáticas es que el mercado de valores hoy en día es mucho más complejo que lo que fue hace algunas décadas. Por tanto, toda eventual regulación debe ser reflexionada para evitar que el remedio sea peor que la enfermedad y, en ese sentido, habría resultado en extremo valioso contar con la opinión de quienes estuvieron por recomendar la interconexión en el mercado secundario de valores respecto a todas las dificultades que ha supuesto la interconexión en la experiencia internacional, por mencionar algunas, la aparición de mercados alternativos, la transformación de las bolsas en meros canales procesadores de información disponibles, problemas de liquidez, *free riders* y *dark's pools*.

CONCLUSIONES

El mercado de valores es complejo, altamente dinámico y cambiante, motivo por el cual su regulación debe ser adecuada para propender a su buen funcionamiento y proporcionar óptimas condiciones de competencia para sus participantes, pero al mismo tiempo lo suficientemente flexible para adecuarse a sus constantes transformaciones en un contexto globalizado. Esto quiere decir que, se debe lograr la difícil tarea de alcanzar un equilibrio lo más armónico posible entre la carencia y el exceso de regulación, debiendo justificar cualquier eventual intervención.

Entender la sensibilidad del mercado de valores ante a cualquier posibilidad de cambio es fundamental en consideración que una de sus principales particularidades recae en la importancia que éste tiene para el desarrollo de cualquier país. En efecto, contribuye en la generación de empleo y la estabilidad económica, a través del proceso de inversión y ahorro. El rol de un mercado de valores bien desarrollado es primordial para el correcto funcionamiento de cualquier economía. Actualmente, resulta difícil pensar en una economía moderna sin la presencia del un mercado de valores.

Ahora bien, el mercado de valores en Chile presenta fallas estructurales que ha identificado la Fiscalía Nacional Económica y que han afectado la libre competencia provocando falta de competitividad entre bolsas y entre corredores, barreras de entrada al mercado, problemas de liquidez y acceso a la información, entre otros.

Este panorama no es reciente, por el contrario, tiene larga data. Insistentemente, la ley y órganos reguladores – que incluso ya no existen – han intentado integrar el mercado de valores chileno e introducir mayores niveles de competencia. Sin embargo, ciertas características del mercado nacional – como su concentración – han venido a diluir estas intenciones y obligado a tolerar la consolidación de la posición dominante de la BCS en desmedro de sus competidores.

Esta situación no ha pasado desapercibida, existe una atmósfera proclive al cambio y a la modernización del mercado de valores. El año 2010 el gobierno de la época lanza su Agenda Mercado de Capitales Bicentenario, el año 2016 el TDLC publica la recomendación normativa en estudio, el año 2017 se crea la CMV y la BCS anuncia su desmutualización. En definitiva, es

innegable que se están dando las condiciones propicias para poner el mercado de valores chilenos a la vanguardia de las exigencias globales.

En el requerimiento que hace la FNE identifica dos problemas estructurales en el mercado de valores: la fragmentación y la mutualidad de sus bolsas y propone como solución a cada uno la interconexión del mercado y la desmutualización respectivamente, las cuales son acogidas por el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia recomendándolas en su resolución.

La interconectividad se llevaría a cabo por medio de la implementación de un sistema de interconexión vinculante, automática y en tiempo real. Si bien, esto liberaría el acceso a la información disponible de las transacciones y permitiría el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes, no se puede ignorar las dificultades y riesgos que este sistema ha provocado en la experiencia comparada relacionadas con la aparición de mercados alternativos, la transformación de las bolsas en meros canales procesadores de información disponibles, problemas de liquidez, *free riders* y *darks pools*, entre otros.

Con todo y, a pesar de estas complicaciones, quedarse con la posición planteada en el voto disidente de la Ministra Domper supone tolerar y peor aún legitimar el excesivo grado de concentración de mercado y la posición dominante de la BCS en desmedro de los demás competidores del mismo y, al mismo tiempo, ignorar una historia de reformas y jurisprudencia administrativa tendiente a integrar el mercado. De ser esto lo que se quiere, entonces resulta más coherente plantear la posibilidad de que el mercado de valores en Chile cuente con la existencia de una bolsa única y así, terminar con la renegación irremediable de los demás actores a una ínfima cuota de mercado sin posibilidad de acceder a su totalidad, ya que dejarlo a la mano invisible del mercado – como ha sucedido hasta la fecha – ha profundizados estas fallas estructurales.

Sobre la mutualidad de las bolsas de valores cabe señalar que Chile que recorrido un largo camino en cuyo trayecto a dado pasos progresivos hacía la desmutualización. En este sentido, se espera que la recomendación del Tribunal de inicio a la última etapa de este largo proceso siendo el proceso de desmutualización de este año de la BCS una de sus concreciones.

Más allá del requerimiento de la FNE se podría concluir que hace ya algún tiempo se ha tomado la decisión de introducir mayor competencia al mercado de valores. Sin embargo, aun

no es del todo claro a qué nivel se quiere fomentar esta competencia. Por consiguiente, en el corto y mediano plazo será importante decidir si se quiere más competencia por las órdenes o por los emisores, entre corredores o entre bolsas, o bien, simplemente se pretende profundizar el mercado. En este escenario, surgen nuevas posibilidades, por ejemplo, algunas más tímidas que otras, por ejemplo, interconectar el mercado primario de valores o, quizás, interconectar el mercado chileno con otros de la región.

Finalmente, se valora enormemente el uso de la facultad del TDLC para realizar recomendaciones normativas a través de su lente experto y especialidad como tribunal, ya que ha quedado en evidencia que no solo contribuye a impulsar reformas normativas y asesorar al poder ejecutivo, sino que también – quizás inconscientemente – ha enviado importantes señales al mercado, lo cual se ha traducido en mayor o menor medida en la modificación conductual de los participantes de éste.

BIBLIOGRAFÍA

- AGGARWAL, Reena. (2002): "Demutualisation and Corporate Governance of Stock Exchanges", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 15, 105-113.
- BLUME, Marchall. (2007): "*Competition and Fragmentation in the Equity Market: The effects of Regulation NMS*". The Rodney L. White Center for Financial Research. The Wharton School. University of Pennsylvania. Disponible en: [<http://ssrn.com/abstract=959429>]
- BOLSA COMERCIO DE SANTIAGO. (2017): "*Desmutualización de la Bolsa de Santiago se materializa el próximo 12 de junio*". Noticias. Disponible en [<http://www.bolsadesantiago.com/noticias/Paginas/Desmutualizaci%C3%B3n-de-la-Bolsa-de-Santiago-se-materializa-el-pr%C3%B3ximo-12-de-junio.aspx>]
- CHRISTIANSEN; KOLDERTSOVA. (2008): "*The Rol Of Stock Exchange in Corporate Governance*". OCDE. Disponible en: [<http://www.oecd.org/finance/financial-markets/43169104.pdf>]
- CHUNG, Kee y CHUWONGANANT, Chalrat. (2011): "*Regulation NMS and Market Quality*". Financial Management (FMA).
- COFFEE; SELIGMAN; SALE. (2007): "*Securities Regulation*". X Edición. Thomson West.
- Comunicado de Prensa N°15/373 de 2015. Fondo Monetario Internacional,
- CUEVAS, Ignacio. (2015): "*Bolsas de Valores en Chile: Descripción del Mercado e Implicancias Teóricas de la Interconexión del Mercado Bursátil*", Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile, Santiago, Chile.
- DE LA LASTRA. (2007): "*Desmutualización de las Bolsas de Valores. Tendencias y Problemática. El Rol de los Reguladores*". Disponible en: [<http://www.forodepagos.org/pdf/week2007/pw2007-36esp.pdf>]
- GALOTOVIC, Alexander. (2013): "*Fragmentación y Libre Competencia en el Mercado Secundario de Valores Chileno (o por qué integrar a las bolsas)*".
- LARRAÍN, Felipe. (2010): "*Agenda Mercado de Capitales Bicentenario*". Disponible en [<http://www.sofofa.cl/MercadoValores/documentosinteres/04-AgendaMKB.pdf>]

- LEFORT, Fernando. (2005): “*Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno*”. Documento de Trabajo N°7. Superintendencia de Administradoras de Pensiones. Disponible en [https://www.spensiones.cl/portal/informes/581/articles-3487_pdf.pdf]
- NASDAQ website. Disponible en [<http://www.nasdaq.com/markets/ipo/company/facebook-inc-673740-69138>]
- NIETO, Ubaldo. (1993): “*El mercado de Valores. Organización y funcionamiento*” I Edición. Editorial Civitas S.A. Madrid España.
- NOVOA, Raúl; NOVOA, Gabriela. (1995): “*Derecho del Mercado de Capitales*”. Editorial Jurídica de Chile. Santiago de Chile.
- OCDE.(2015): “*Estudios Económicos de la OCDE Chile*”. Disponible en [<https://www.oecd.org/eco/surveys/Chile-2015-vision-general.pdf>]
- ODRIZOLA, Miguel; IRISSARRY, Belén. (2008): “*Derecho Español de la Libre Competencia*”. Editorial Bosch. Barcelona España
- OICV. (2006): “*Exchange Demutualization in Emerging Markets*”. 2005. Disponible en: [https://www.set.or.th/setresearch/files/demutualization/ResearchPaper_200504_IOSCO.pdf]
- OICV. (2006): “*Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution Final Report*”. Disponible en: [<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO225.pdf>]
- ORTEGA, Adolfo. (1997): “*Mercado de Valores. Teoría general descriptiva y legislación chilena*”, Ediciones jurídicas la ley. Santiago Chile
- QUINTERO, Ángel. (1963): “*El Mercado de valores*” Editorial Rio Piedras: Universitaria.
- RUIZ-TAGLE, Carlos. (2010): “*Curso de Derecho Económico*”, II Edición Actualizada y Aumentada. Librotecnia. Santiago, Chile.
- SÁNCHEZ, Leopoldo. (2000): “*Los mercados bursátiles y el paradigma de la complejidad*”. Instituto de Monterrey. México.
- VALDÉS, Prieto Domingo. (2009): “*Libre Competencia y Monopolio*”, I Edición Actualizada. Editorial Jurídica de Chile. Santiago de Chile.
- Sitio Web SVS
- SVS: “El reto de modernizar el mercado bursátil: Cinco principios”
- UGARTE, Alfredo (2013): “*Facilidades Esenciales y Abuso de Posición Dominante*”. En: Revista de Derecho, año 20 N°2, Universidad Católica del Norte, pp 233-268.

- Ley N°18.045 de 1981
- Ley N° 19.601 de 1999
- Ley 21.000 de 2017
- DL 211 de 1973
- Dictamen N°1073 Comisión Preventiva Central de 1999
- Dictamen N°1078 Comisión Preventiva Central de 2000
- Resolución N°556 Comisión Resolutiva de 2000
- Resolución N°647 Comisión Resolutiva de 2002
- Circular N°253 Superintendencia de Valores y Seguros de 2004
- Requerimiento FNE ERN n°23 de 2015
- Proposición Normativa TDLC N°18 de 2016.
- Autoacordado N°17 TDLC de 2017
- Historia de la Ley de la Ley N°21.000 de 2017