

REPUBLICA DE CHILE
COMISION PREVENTIVA CENTRAL
AGUSTINAS N° 853, PISO 12
SANTIAGO

C.P.C. N°: 1073

ANT. : Consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros y Denuncia de la Bolsa de Valores de Valparaíso en contra de la Bolsa de Comercio de Santiago.

MAT :Dictamen de la Comisión.

SANTIAGO, 02 JUL 1999

1.- Consulta de la Superintendencia a la H. Comisión Preventiva Central.

Con fecha 3 de septiembre de 1998, el señor Superintendente de Valores y Seguros de Chile, don Daniel Yarur Elsaca, ha consultado a la H. Comisión Preventiva Central si el sistema tarifario de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros establecidos por la Bolsa de Comercio de Santiago, que se conoce comúnmente como "Cobros de peaje interbolsas", atentaría contra la libre competencia.

Por su parte, la Bolsa de Comercio de Santiago, con fecha 19 de mayo de 1997, había solicitado a la Superintendencia de Valores y Seguros que aprobara un proyecto reglamentario que presentó referido a la "Política de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros". Según expresa la Superintendencia, previo examen del Proyecto y consultas a las otras Bolsas que operan en el país, con fecha 20 de agosto de 1997, el Organismo no formuló observaciones al Proyecto, salvo en lo que dice relación con las comisiones, señalando que: **"no se pronuncia sobre el monto de las comisiones fijadas, por cuanto ellas pueden ser establecidas libremente, conforme a lo dispuesto en el artículo 66 de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores"**.

También consideró dentro de la filosofía que sustentan los mercados de valores, la integración de los sistemas transaccionales entre las Bolsas. Por ello cita la letra d) del artículo 42 de la Ley N° 18.045 que expresa: **" Toda Bolsa de Valores para operar, 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, proporcionando diariamente amplia información sobre valores que se transan en más de una bolsa"**.

En relación con lo anterior, la Superintendencia por oficios N°s. 3894 y N° 3895, ambos de fecha 20 de noviembre de 1987, había instruido a los Presidentes de las Bolsas de Santiago y de Valparaíso, que dichas Instituciones

deberían implementar sistemas de interconexión en tiempo real relativas a las transacciones diarias, como asimismo, deberían estudiar la posibilidad de colocar "órdenes directas" por el medio más expedito (enlaces vía Entel), de modo de facilitar las operaciones interbolsas. La supervigilancia y autorización de dichos procedimientos correspondería a la Superintendencia.

A la consulta expresada se agregan Anexos explicativos del sistema de cobros de derechos de comisiones bursátiles.

La Fiscalía Nacional Económica, a quién esta Comisión solicitó informe, con fecha 25 de septiembre de 1998, recabó, a su vez, a cada una de las tres Bolsas de Valores que operan en el país, esto es: Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica y Bolsa de Corredores de Valparaíso, que informaran respecto de las operaciones interbolsas y de sus sistemas de cobros de comisiones; a la vez que enviaran sus reglamentos que aplican sobre cobros de comisiones y derechos de bolsa.

2.-Respuestas de las Bolsas de Valores.

2.1 Bolsa Electrónica de Chile.

La Bolsa Electrónica de Chile señaló que es una sociedad donde operan en la actualidad 17 corredores, 12 de los cuales también actúan en la Bolsa de Comercio de Santiago y 2 en la Bolsa de Valparaíso. La mayoría de los corredores de la Bolsa Electrónica están vinculados a Bancos y entidades financieras.

En lo relativo a los derechos de bolsa y comisiones, la Bolsa Electrónica precisa que la naturaleza de ambos términos es distinta. En efecto, los derechos de bolsa son determinados por cada institución en sus propios reglamentos y responden a los costos que deben pagar los corredores por los gastos y mantención de los bienes físicos de cada bolsa. En cambio, las comisiones, por disposición del artículo 66 de la Ley del Mercado de Valores, son libres y las fija el mercado por medio de las convenciones entre los corredores y sus clientes.

En consideración a lo anterior, mientras las comisiones de los corredores se determinan por la competencia de éstos, los derechos de bolsa responden al grado de competencia que existe entre las bolsas; es decir, mientras más ineficientes sean las bolsas, más altos tendrán que fijar sus derechos de bolsa.

Los derechos de bolsa aplicados por la Bolsa de Comercio de Santiago son mayores que los cobrados por la Bolsa Electrónica (ver capítulo 5 de este Informe). Según la Bolsa Electrónica, el mayor valor de los derechos de bolsa aplicados por la Bolsa de Comercio de Santiago se debe a la obligación que ésta tiene de repartir utilidades a sus accionistas, independientemente de la eficiencia y volúmenes de operaciones de cada uno de ellos. Es así que corredores que realizan pocas operaciones y aportan un bajo nivel de derechos de bolsa, reciben de la Bolsa, a título de dividendos, la misma cantidad que los corredores que realizan múltiples operaciones bursátiles y por ello generan gran cantidad de derechos de bolsa. Esta cohabitación entre eficientes y ineficientes termina produciendo subsidios, porque los ineficientes tienen los mismos derechos y votos políticos que los eficientes.

Respecto al cobro de los denominados "peajes interbolsas", la Bolsa Electrónica no aplica una comisión o derecho a las transacciones efectuadas por acciones compradas o vendidas, en el mismo día, en otra bolsa de valores.

Según lo expresado por la Bolsa Electrónica, el efecto directo de la aplicación del "peaje" de 0,5% a las operaciones interbolsas por parte de la Bolsa de Comercio de Santiago fue generar una caída de la participación de los otros dos operadores de Bolsas en el país. Producto de esta barrera, dos corredores que eran miembros de ambas Bolsas decidieron renunciar a su calidad de corredores activos de la Bolsa Electrónica, en atención a que les resultaba extremadamente gravoso efectuar operaciones de arbitraje que quedaron afectas al peaje interbolsas impuesto por la Bolsa de Comercio de Santiago.

Acompaña a su respuesta una copia de los reglamentos internos relativos a "Derechos de Bolsa", y a "Relaciones entre Bolsas de Valores, Operaciones Interbolsas".

2.2 Bolsa de Comercio de Santiago.

La Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, expresó que es una sociedad anónima abierta en la cual participan activamente 38 corredores accionistas de la sociedad. Pertenecen a ella, además, otros accionistas que no operan como corredores. Esta es una diferencia respecto de las otras dos Bolsas existentes en el país, en que sus accionistas son todos corredores.

La aplicación del cobro de derechos de bolsa a operaciones por cuenta propia interbolsas, tiene su origen en el sistema de devolución de los derechos de bolsa. Dicho sistema, que consiste en el reembolso a los corredores de los derechos de bolsa pagados por éstos en operaciones de intermediación que realizan, nació como un incentivo a los corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago, por las operaciones efectivamente realizadas en este centro bursátil. El sistema se fue desvirtuando hasta llegar a ser un instrumento para evadir derechos de bolsa que pertenecen a la Bolsa de Comercio de Santiago por el mercado que contribuye a organizar, permitiendo que una operación pagara el mínimo de derechos en la Bolsa de Comercio y, al mismo tiempo, sirviera para obtener el reembolso máximo de derechos en las otras bolsas.

La operación por cuenta propia aparente, la ejemplifica de la siguiente manera: un cliente coloca una orden de compra de acciones con un corredor "dual" (que opere en ambas bolsas). El corredor compra para sí esas acciones en la Bolsa de Comercio, quedando fijado en ese momento el precio para el cliente. Al vender el corredor esas acciones que ha comprado "para sí", al mismo precio y en el mismo día, en las otras bolsas de valores, obtiene máximos derechos de devolución en ambas bolsas, en circunstancias que las operaciones no fueron verdaderamente realizadas por cuenta propia, sino que por cuenta de terceros. De este modo se hace aparecer la operación como una operación por cuenta propia, sin el pago de los derechos de bolsa ascendentes al 0,5%, válido para una operación por cuenta de terceros como lo especifica el reglamento.

Para esta operación es requisito que ella se realice en el mismo día, de modo de no afectar el precio de la transacción.

Lo anterior motivó que la Bolsa de Comercio de Santiago estableciera el pago de una comisión de 0,5% sobre todas aquellas operaciones por cuenta propia realizadas en un mismo día en que las puntas de compra y venta se realicen en bolsas distintas (operaciones interbolsas).

En agosto de 1997, como consecuencia de la política aplicada por la Bolsa de Comercio, la participación de ésta en el mercado logró alcanzar, en promedio, un 76,56% (septiembre a diciembre de 1997); valor similar a los históricos que mantuvo entre los años 1993 a 1996, equivalentes a un 74,43%. Entre mayo y agosto de 1997, período anterior a la medida aplicada, la participación de la Bolsa de Comercio solo había alcanzado el 69,72%, en promedio. Señala la Bolsa de Comercio que, en consecuencia, la sola modificación de la política de cobro de derechos de bolsa no influyó en la participación de mercado, sino que restableció el nivel de competencia que se había desvirtuado por la evasión de los comúnmente denominados peajes interbolsas.

Las operaciones interbolsas afectas a la comisión del 0,5% representaron en el año 1997 un 0,5% de las transacciones realizadas en la Bolsa de Comercio, y solo un 1,9% de las operaciones realizadas en la Bolsa Electrónica (adjunta cuadro explicativo).

Otra argumentación en contra del cobro del 0,5% por las operaciones interbolsas se refiere a que esta política impediría los "arbitrajes interbolsas". Para la Bolsa de Comercio tal argumentación resulta absurda dado que la definición de un genuino arbitraje se produce sobre la base de dos operaciones separadas: en una bolsa se compran acciones a un determinado precio y, aprovechando las diferencias de precios en otro mercado, las acciones luego son vendidas en este segundo mercado a otro precio. El arbitraje, por lo mismo, tiene un inevitable costo de transacción implícito, porque supone actuar sucesivamente en dos mercados diferentes.

En razón de lo expuesto la modificación de la política de derechos de bolsa puesta en práctica por la Bolsa de Comercio, en concepto de ésta, no significa ni ha significado discriminación ilegítima, ni tampoco un abuso de posición dominante.

2.3 Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores de Valparaíso

La Bolsa de Valparaíso indicó que es una sociedad anónima abierta constituida el año 1898 con un capital de \$ 60.000 dividido en 60 acciones. Entre los años 1898 y 1982, operó en el mercado chileno en igualdad de condiciones que la Bolsa de Comercio de Santiago, y con operaciones interbolsas reglamentadas a partir del año 1942. Se mantuvo en el mercado hasta el año 1983, fecha en la cual la Bolsa de Valparaíso se vio obligada por ley a cerrar sus puertas (Ley 18.045 sobre mercado de valores). De acuerdo con la Ley 18.350, de 19 de octubre de 1984, los 45 accionistas de la Bolsa constituyeron la nueva sociedad Bolsa de Corredores, Bolsa de Valparaíso, actualmente vigente, reanudando las operaciones bursátiles solo a partir de abril de 1988. En la actualidad, trabajan en la referida Bolsa tres corredores que operan en otras bolsas, de los cuales dos son miembros de la Bolsa de Comercio de Santiago y uno de la Bolsa Electrónica.

Como se dijo anteriormente, las operaciones interbolsas, pese al hecho de estar reguladas en la Ley de Valores, en los reglamentos internos vigentes de cada bolsa, y de ser exigidas por oficio de la Superintendencia de Valores, nunca pudieron reanudarse después del año 1982, no quedando otra alternativa para algunos corredores de Valparaíso, que también pertenecían a la Bolsa de Comercio de Santiago, que realizar las operaciones denominadas de arbitraje. Esta última consiste en comprar o vender un valor haciendo inmediatamente la operación inversa en otra Bolsa con el fin de beneficiarse con la diferencia de cotización existente entre dos plazas.

En el año 1989, la Bolsa de Comercio de Santiago decidió en forma unilateral gravar con un derecho especial únicamente las operaciones de arbitraje que fueran o vinieran de Valparaíso. Estos derechos especiales tuvieron un tope de 110 UF mensuales y produjeron un efecto distorsionador en el mercado. Posteriormente, en 1997, y ante el aumento paulatino de las operaciones de la Bolsa de Valparaíso, la Bolsa de Comercio de Santiago impuso un nuevo derecho especial o "peaje" equivalente a un 0,5% por cada operación de arbitraje, sin límite alguno. La Bolsa de Valparaíso señala que este nuevo cobro terminó de golpe con el arbitraje ya que el costo adicional no pudo ser absorbido ni por los corredores ni por el mercado, originándose una disminución significativa de los montos transados por esta Bolsa y del número de corredores que en ella operan

Según la Bolsa de Valparaíso la conducta anterior no solo vulnera la Ley N° 18.045, en la cual se indica que el mercado debe propender a ser unificado, equitativo, competitivo, ordenado y transparente, sino que infringe también los propios reglamentos de cada Bolsa en donde se norman las denominadas operaciones interbolsas. Además de lo anterior, se quebranta lo dispuesto por la propia Superintendencia en oficio N° 3074, de 26 de agosto de 1988, que rechaza, por ilegal y contrario a la libre competencia, la Comunicación Interna N° 2574, de julio de 1988, de la Bolsa de Comercio de Santiago, relativa al cobro de derechos de bolsa en operaciones interbolsas. En síntesis, la aplicación de estos derechos vulnera el D.L. N° 211, por su carácter discriminatorio ya que solo se aplica a las operaciones que tengan como origen o destino la Bolsa de Valparaíso; no así para los corredores que realizan sus transacciones enteramente en la Bolsa de Comercio. Lo anterior provoca un deterioro en la transparencia del mercado, porque para tender a su perfección se hace necesario que la transferencia de recursos se efectúe en donde existan muchos oferentes y demandantes en forma integrada, lo cual evita situaciones monopólicas y monopsónicas.

Como consecuencia del mayor costo que deben soportar los corredores de la Bolsa de Valparaíso, desde septiembre de 1997 no se han vuelto a realizar operaciones de arbitraje entre la Bolsa de Santiago y las demás Bolsas, provocando el cierre de las oficinas de cuatro corredores que operaban con la Bolsa de Valparaíso: Miguel Prieto, Carlos Arenas, Braun y Pascal y Cia., y Prieto Walker Navarro y Cia.

Refiriéndose a la consulta de la Superintendencia de Valores a esta Comisión, en que expresa la conformidad de ese Organismo con la circular reglamentaria de la Bolsa de Comercio que establece su nueva política de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros (Circular N° 1478 de agosto de 1997), la Bolsa de Valparaíso señala que la referida Superintendencia no menciona las opiniones contrarias a la Circular de las otras dos Bolsas. En efecto, la Bolsa Electrónica afirmó que la nueva normativa impuesta por la Bolsa de Comercio de Santiago atenta contra el arbitraje entre las bolsas de valores, pues solo busca castigar las operaciones interbolsas por cuenta propia imponiéndoles un cobro adicional por la punta que se realiza fuera de la Bolsa de Santiago, generando una distorsión. Además, señala que la Bolsa Electrónica hizo presente que el sistema establece discriminaciones arbitrarias entre distintos agentes, afectando por esa vía la existencia de un mercado equitativo y transparente. La Bolsa de Valparaíso, por su parte, señala que también impugnó el proyecto de circular de la Bolsa de Santiago por las razones ya mencionadas.

Critica la Bolsa de Valparaíso el único fundamento que esgrime la Superintendencia de Valores para explicar su aprobación de la referida Circular de la Bolsa de Santiago, el cual se refiere a la libertad que tienen las Bolsas para fijar sus comisiones. Sobre este particular, señala que la libertad a que alude la ley se

refiere a las comisiones que pueden cobrar los corredores, pero no a los derechos de Bolsa que puede cobrar cada Bolsa a sus propios corredores

Sostiene finalmente la Bolsa de Valparaíso que existen tres factores que hacen ilegítima la imposición del denominado "peaje interbolsas":

- a) Según lo señalado en la Constitución Política de 1980, artículo 19 N°2, "en Chile no hay persona ni grupo privilegiado". En consecuencia, los derechos arbitrarios aplicados por la Bolsa de Santiago pugnan con la norma constitucional. La H. Comisión Resolutiva ha sostenido que la discriminación es legítima sólo cuando se fundamenta en bases y exigencias objetivas y que afectan a todos los que presten servicios de igual entidad; vale decir: no sería contrario a la libre competencia un sistema diferenciado, si las diferencias se basan en la efectiva prestación de distintas clases de servicios, cosa que en la especie no ocurre ya que los corredores prestan servicios de la misma naturaleza.
- b) Para el ejercicio de la actividad de corredor de bolsa así como para el uso de los servicios de la Bolsa no es un requisito el origen de los papeles o títulos que han estado en su patrimonio horas o días, por lo que los derechos diferenciados constituyen un arbitrio que atenta contra la libre competencia, al fijar precios discriminatorios que dependen de quién compra los títulos.
- c) La compra de una acción determinada sin importar el origen del corredor debe tener un precio único; no puede ser que por distorsiones como el cobro de estos derechos de bolsa se produzca un precio diferente para acciones que se transen en distintas bolsas.

3.- Nuevos antecedentes proporcionados por las Bolsas de Valparaíso y de Santiago y la Superintendencia de Valores y Seguros.

Por presentación de fecha 25 de enero de 1999 ante la H. Comisión Resolutiva, la Bolsa de Valparaíso acompañó la publicación en el Diario Oficial de la Ley N° 19.601, de 18 de enero de 1999, cuyo artículo 44 bis señala: **"las bolsas de valores deberán establecer entre sí, sistemas expeditos de comunicación e información en tiempo real respecto de las transacciones de valores que realicen en cada una de ellas, sin que puedan comercializar o reproducir estas informaciones, salvo autorización expresa de la bolsa que las origine"**. En punto aparte expresa: **"las bolsas de valores convendrán sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos; uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar el cierre de las operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes, instando por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente."**

Según la Bolsa de Valparaíso este nuevo artículo no hace sino ratificar las disposiciones que ya existían en los reglamentos de cada bolsa, propiciando de este modo la existencia de las operaciones interbolsas.

Considerando lo expresado en el punto 2.3 de este Informe, la nueva presentación de la Bolsa de Valparaíso acusa a la Bolsa de Comercio de Santiago, ratificando lo dicho anteriormente, y describe del siguiente modo los atentados contra la libre competencia en el mercado bursátil que atribuye a la denunciada:

- a) A pesar de las normas de la Ley 18.045, de los reglamentos de cada bolsa, y de las instrucciones de la Superintendencia, la Bolsa de Santiago se niega a restablecer las operaciones interbolsas mediante la aplicación de peajes discriminatorios.
- b) La alternativa de las llamadas operaciones de arbitraje ha sido gravada con derechos o peajes cada vez más onerosos.
- c) El mercado de valores ha quedado fragmentado por decisión de la Bolsa de Santiago, la cual ha encontrado con ello una forma de eliminar competidores.
- d) Los inversionistas y público en general han quedado sometidos a los precios que se fijan en la Bolsa de Santiago, sin otra posibilidad.
- e) Numerosos corredores de la Bolsa de Valparaíso han debido cesar sus actividades y dicha Bolsa ha tenido pérdidas considerables.

La Bolsa de Valparaíso, simultáneamente con la interposición de su denuncia, solicitó a la H. Comisión Resolutiva decretar una medida precautoria para que la Bolsa de Santiago suspendiera el cobro de todo derecho especial y discriminatorio como el llamado "peaje", destinado a impedir, obstaculizar y encarecer las operaciones de arbitraje que realicen los corredores entre las bolsas de Santiago y Valparaíso.

La H. Comisión Resolutiva negó lugar a la medida precautoria solicitada, porque la materia de ella estaba íntimamente vinculada a la causa Rol N°105-98 C.P.C., sometida al conocimiento de la Comisión Preventiva Central y remitió todos los antecedentes a esta última Comisión.

La Bolsa de Comercio de Santiago, en conocimiento de los nuevos antecedentes aportados por la Bolsa de Valparaíso, con fecha 23 de marzo de 1999, solicitó al Sr. Fiscal Nacional Económico el rechazo en todas sus partes de las acusaciones formuladas por la Bolsa de Valparaíso.

Según la Bolsa de Comercio de Santiago la Ley N° 19.601 se refiere a la oferta pública de valores extranjeros en el país, a través de la denominada "Bolsa Offshore". Tangencialmente se incorporó a esta ley el artículo 44 bis que dice relación con la coordinación que debe existir entre las bolsas para facilitar operaciones entre corredores de distintas bolsas.

Con respecto al artículo 44 bis, la Bolsa de Santiago señala que en la discusión parlamentaria, Senadores de la Quinta Región presentaron una indicación con el objeto de permitir la interconexión entre bolsas mediante la colocación de "órdenes directas". En síntesis, esta petición señalaba lo siguiente: **"las bolsas deberán facilitar las operaciones entre ellas generando un mercado transparente que permita colocar órdenes directas entre sus ruedas"**. Más adelante la indicación señalaba: **"En las operaciones interbolsas los derechos respectivos no podrán exceder del valor que corresponda a las operaciones propias de cada bolsa"**.

De la comparación entre el texto final del artículo 44 bis (ver primer párrafo del punto 3) y la indicación propuesta por los señores Senadores que finalmente fue desaprobada, la Bolsa de Santiago observa las siguientes diferencias:

- a) La indicación obligaba a permitir que el corredor de una bolsa pusiera "órdenes directas" en cualquier otra bolsa, materia que no quedó incluida en el texto aprobado.

- b) La indicación establecía derechos máximos por operaciones interbolsas, lo que tampoco fue incluido en el texto final.
- c) La indicación contenía mandatos explícitos, ejecutables coactivamente en caso de incumplimiento. El texto aprobado, en cambio, cambió el verbo rector y con ello la naturaleza jurídica de la prescripción, pues contiene orientaciones a las bolsas para que se pongan de acuerdo entre ellas (convendrán) respecto de reglas que regulen sus relaciones.

De acuerdo con lo anterior, la Bolsa de Comercio de Santiago señala que precisamente las reglas que ahora se pretenden obtener de los órganos sobre libre competencia, fueron las materias en que no hubo acuerdo parlamentario y, por consiguiente, fueron eliminadas del texto legal aprobado en definitiva.

En cuanto a la inexistencia de operaciones interbolsas a partir del año 1988, en contraste con las múltiples operaciones entre los años 1942 y 1982, señaladas por la Bolsa de Valparaíso, la Bolsa de Comercio de Santiago, citando un estudio universitario denominado "Historia de la Bolsa de Comercio de Santiago", de los profesores Couyoumdjian, Millar y Tocornal, señala que las operaciones interbolsas fueron el resultado de meros actos de "cortesía" profesional entre ambas bolsas, sin que existiese obligación legal alguna y sin que tuviesen la menor relevancia en el comercio de valores. En resumen, rechaza el análisis histórico de la Bolsa de Valparaíso señalando que quiere dar el carácter de régimen permanente a las operaciones interbolsas, las que, por definición, fueron una institución excepcional y voluntaria, fruto de un acuerdo de mera cortesía y reciprocidad.

Otro antecedente proporcionado por la Bolsa de Comercio de Santiago se refiere a la experiencia bursátil en otros países. Señala que: en Estados Unidos las dos bolsas de valores más importantes, el New York Stock Exchange (NYSE) y el NASDAQ, transan distintos valores, sin que se presente el caso en que corredores de una bolsa participen directamente en otra bolsa; que la experiencia española considera un proceso de unificación de mercados en una especie de fusión de sus cuatro bolsas en una quinta entidad, denominada "Sociedad de Interconexión Bursátil" (SIB), la cual actúa para determinados valores que son negociados en dos o más bolsas; que en el caso argentino la Bolsa de Comercio de Buenos Aires tiene una posición predominante, de modo tal que las transacciones que se realizan en las otras bolsas (Mendoza, Córdoba, Rosario y la Plata), corresponden a operaciones sobre granos o bonos de la deuda pública provincial.

Con fechas 9 y 17 de junio en curso la Bolsa de Comercio de Santiago presentó escritos y documentos que se han agregado a los autos para explicar y justificar su política de derechos de bolsa en operaciones interbolsas.

La Superintendencia de Valores y Seguros con fecha 23 de junio del presente informó al tenor de los oficios N°s 40 y 143, de 29 de enero y 12 de abril de 1999 respectivamente, del Fiscal Nacional Económico, respecto de consultas que oportunamente le formulara en relación con el tema de autos, documento que se ha agregado al expediente.

4.- Informe del sr. Fiscal Nacional Económico.

Mediante oficio Ord. N° 258, de 21 de junio de 1999, el señor Fiscal informó a esta Comisión tanto respecto de la consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros, como de la denuncia de la Bolsa de Valores de Valparaíso.

5.- Normativa aplicable a las operaciones interbolsas

Los títulos VIII de los Reglamentos de la Bolsa de Comercio de Santiago, de la Bolsa Electrónica y de la Bolsa de Valores de Valparaíso, aprobados por la Superintendencia de Valores y Seguros, se refieren a las relaciones entre bolsas y a las operaciones interbolsas.

Los artículos 264, 265 y 261, de los Reglamentos de las Bolsas de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica y Bolsa de Valores de Valparaíso, respectivamente, señalan igualmente que: " **El Directorio de la Bolsa, conforme a principios de reciprocidad , convendrá con las demás bolsas sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos, uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar las operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitir al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes y propender la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente**".

La normativa anterior fue ratificada por la Ley N° 19.601, de 18 de Enero de 1999, que modificando la Ley N° 18.045, agrega en el artículo 44 bis, además del texto especificado en el punto anterior, la siguiente disposición: " **Las Bolsas de valores deberán establecer entre sí, sistemas expeditos de comunicación e información en tiempo real respecto de las transacciones de valores que se realicen en cada una de ellas, sin que puedan comercializar o reproducir estas informaciones salvo autorización expresa de la bolsa que las origina**" (artículo 44 bis).

El artículo 43, letra d) de la Ley N° 18.045 dispone que para desarrollar su objeto, las bolsas de valores, a lo menos, deberán: " **informar y certificar las cotizaciones y transacciones de bolsa y proporcionar diariamente amplia información sobre dichas cotizaciones y transacciones, incluyendo las que se efectúen sobre valores transados en más de una bolsa.**"

6.- Estructura de las comisiones y derechos de bolsa.

a) Tipos de operaciones.

Existen, en esencia, los siguientes dos tipos de operaciones bursátiles que efectúan los corredores de bolsa: las que realizan por cuenta de terceros y las que realizan por cuenta propia.

Las operaciones por cuenta de terceros son aquellas en que un cliente coloca una orden de compra o de venta, orden que el corredor ejecuta ofreciendo comprar o vender las acciones a un corredor que tiene el encargo de una operación contraria de venta o compra.

Las operaciones por cuenta propia son aquellas en que la compra o venta de valores es efectuada por el corredor para sí, con el ánimo de transferir derechos sobre los mismos. Detrás de toda operación por cuenta propia existe un ánimo de lucro del corredor, esto es, la intención de obtener una ventaja económica derivada de la compra y la venta de estos valores. No son operaciones por cuenta propia las siguientes : a) las realizadas por un comitente aún cuando se efectúen por el corredor a nombre propio, y b) las llamadas "operaciones especiales", efectuadas sin ánimo de transferir derechos para completar patrimonio, mantener liquidez, constituir garantías, etc.

b) Comisiones y derechos de bolsa.

En general en cada transacción existen tres cobros distintos: el primero representa el derecho a bolsa, el cual es cobrado por el corredor a su cliente y después enterado a la bolsa por el mismo corredor; el segundo cobro corresponde a la comisión del corredor; el tercer cobro es el IVA pagado por el cliente sobre la comisión cobrada por el corredor.

El análisis siguiente se refiere a los derechos de bolsa que deben pagar los corredores. Estos derechos son fijados por los directorios de cada Bolsa y están contenidas en los respectivos reglamentos.

i) Bolsa de Comercio de Santiago.

En la Bolsa de Comercio de Santiago los derechos de bolsa se diferencian de acuerdo al tipo de operación que realiza cada corredor. Los que aplica en operaciones por cuenta de terceros son distintos de los que afectan las transacciones por cuenta propia.

Las operaciones por cuenta de terceros si se realizan en rueda, están afectas a una tasa de 0,5% por cada parte, para acciones inscritas en la bolsa y a una tasa de 0,75% respecto de acciones no inscritas. A su vez, estas transacciones están exentas si se realizan fuera de la rueda.

Las operaciones por cuenta propia están exentas de derechos de bolsa siempre y cuando se cumpla lo siguiente:

- (i) correspondan a compras de acciones u opciones preferentes para suscribir acciones de pago para ser vendidas en la propia Bolsa de Comercio; por ello es que están afectas a derechos de bolsa equivalentes a un 0,5% las compras de acciones u opciones que en el mismo día son vendidas en otras bolsas (operaciones interbolsas).
- (ii) correspondan a ventas de acciones u opciones preferentes para suscribir acciones de pago adquiridas previamente en la propia Bolsa de Comercio; por ello es que están afectas a derechos de bolsa equivalentes a un 0,5%, las ventas de acciones u opciones realizadas en la Bolsa de Comercio pero adquiridas en el mismo día en otras bolsas (operaciones interbolsas).

De acuerdo con el Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago los clientes sujetos a convenio y los propios corredores tienen derecho a un descuento mensual de los derechos pagados a la Bolsa siempre y cuando se acumulen en un mes operaciones por sobre las 10.000 U.F. Este descuento es conforme a una escala que tiene como máximo un monto de 110 U.F., que corresponde al monto que un corredor puede pagar mensualmente a la Bolsa por concepto de derechos de bolsa.

La Bolsa de Comercio tiene como política repartir utilidades a sus accionistas; por ello reembolsa a los corredores solo una parte de lo recaudado a título de derechos de bolsa. Esta política es distinta en la Bolsa Electrónica y en la Bolsa de Valparaíso, pues en ellas, superado un cierto nivel (300 U.F. y 130 U.F. respectivamente), el corredor tiene derecho a devolución de todo lo recaudado a título de derecho de bolsa. La Bolsa de Comercio de Santiago devuelve a sus asociados hasta un 80% de los derechos de bolsa por valores recaudados mensuales superiores a 1.200 U.F.

La modificación introducida en agosto de 1997 por la Bolsa de Santiago consistió también en no incluir en la devolución de derechos al corredor las operaciones de compra y venta por cuenta propia o de terceros efectuadas en la Bolsa de Comercio que correspondan a ventas o compras realizadas en el mismo día en otras bolsas de valores.

ii) Bolsa Electrónica de Chile.

La Bolsa Electrónica de Chile sólo aplica derechos de bolsa a la operaciones sobre acciones que se realizan en sus sistemas electrónicos de negociación, independientemente de si una punta de la orden de compra o venta se realiza, en el mismo día, en otras Bolsas de Valores, es decir, no se aplica una comisión o derecho ("peaje interbolsa") a transacciones efectuadas respecto de acciones compradas o vendidas, en el mismo día, en otras bolsas de valores.

El derecho mensual mínimo a pagar por los corredores asciende a 100 U.F. mensuales. Por montos entre 100 y 300 U.F. mensuales, el corredor debe pagar a la bolsa el monto que efectivamente ha generado por este concepto. Para montos superiores a 300 U.F. mensuales el corredor tiene derecho al reembolso total de lo pagado.

Las operaciones por cuenta propia del corredor están exentas de derechos de bolsa.

iii) Bolsa de Corredores de Valparaíso.

Al igual que la Bolsa Electrónica, la Bolsa de Corredores de Valparaíso no aplica cobros por operaciones interbolsas. El derecho de bolsa mensual mínimo a pagar por el corredor asciende a 100 U.F. mensuales. Por montos entre 100 U.F. a 130 U.F., el corredor debe pagar a la bolsa el monto que efectivamente ha generado por este concepto. Los derechos de bolsa por montos que excedan los 130 U.F. mensuales no son cobrados al corredor correspondiente.

Las operaciones por cuenta propia del corredor están exentas de derechos de bolsa.

c) Cuadro comparativo sobre derechos de Bolsa.

En el análisis de los montos de los derechos de bolsa que cobran cada uno de los centros bursátiles analizados se puede concluir que los costos asociados a las transacciones que se realizan en la Bolsa de Comercio de Santiago son mayores que los de las otras dos bolsas de valores.

En el siguiente ejemplo se muestra un cuadro comparativo que incluye el valor a pagar por un corredor, por derechos de bolsa devengados en operaciones de terceros y propias, sujetas a derechos de bolsa.

A- Bolsa de Comercio de Santiago

Derechos Devengados (U.F.)	Descuentos		Derechos a pagar U.F.
	%	U.F.	
0 a 300	0	0	100 a 300
301 a 600	25	0,25 a 75	300,75 a 525
601 a 900	50	75,5 a 225	525,5 a 675
901 a 1.200	75	225,75 a 450	675,25 a 750
sobre 1.200	80	$450,8-(450+(X-1200)\times 0,8)$	$750,2-(511+0,2X)$

B-Bolsa Electrónica

Derechos Devengados (U.F.)	Descuentos		Derechos a pagar U.F.
	%	U.F.	
0 a 100	0	0	100
101 a 300	0	0	101 a 300
sobre 300	100	$1-(X-300)$	300

C-Bolsa Valparaíso

Derechos Devengados (U.F.)	Descuentos		Derechos a pagar U.F.
	%	U.F.	
0 a 100	0	0	100
101 a 130	0	0	101 a 130
sobre 130	100	$1-(X-130)$	130

Donde X= derechos devengados por sobre el límite del último tramo de la estructura de descuentos

7.- Consideraciones

En relación con los antecedentes expuestos, esta Comisión expresa lo siguiente:

7.1.- En la presente investigación se han acumulado la consulta ya referida de la Superintendencia de Valores y Seguros y la denuncia de la Bolsa de Corredores de Valparaíso en contra de la Bolsa de Comercio de Santiago.

La consulta del señor Superintendente se refiere únicamente al sistema de cobro de derechos de bolsa de operaciones interbolsas por cuenta propia y de terceros establecido por la Bolsa de Comercio de Santiago, comúnmente conocido bajo la expresión informal "Cobro de peaje interbolsas".

La denuncia de la Bolsa de Corredores de Valparaíso, por su parte, atribuye a la denunciada una política monopólica de graves atentados contra la libre competencia y de abuso de posición dominante, manifestada mediante la eliminación de las operaciones interbolsas y su negativa para reestablecerlas, y mediante la imposición de cobros, y aumento en el monto de ellos, por concepto de derechos especiales a que se refiere la consulta de la Superintendencia, los

cuales han puesto término a las operaciones de "arbitraje" que ejercían corredores pertenecientes a ambas Bolsas; resultando de todo ello los siguientes efectos negativos para la competencia: fragmentación del mercado bursátil; fuerte disminución en la participación de mercado y su secuela de pérdidas económicas que han afectado a la denunciante; cese de actividades de numerosos corredores de la Bolsa de Valparaíso, y perspectiva inminente de verse enfrentada la Bolsa de Corredores de Valparaíso a males irreparables y graves.

7.2.- Sobre el tema de la consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros de fojas 26 de autos.

Explica esa Superintendencia que después de examinar el proyecto reglamentario que con fecha 19 de mayo de 1997 le presentó la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, referente a "Políticas de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros", y de consultar la opinión de los demás centros bursátiles, no formuló observaciones por cuanto consideró que los derechos de bolsa pueden ser establecidos libremente de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 66 de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores.

En relación con este punto cabe señalar lo siguiente:

La naturaleza jurídica de los derechos establecidos por la Bolsa de Comercio de Santiago, de acuerdo con lo dispuesto por la ley sobre Mercado de Valores, constituyen derechos de bolsa. Así, entre otros antecedentes, lo califica la propia Bolsa de Comercio de Santiago en su Comunicación Interna de fojas 13, en cuyo párrafo segundo señala "...se modifica la política de derechos de bolsa en los siguientes términos: "

En consecuencia, tales derechos no constituyen comisiones y, por lo tanto, no se rigen por el artículo 66 de la Ley 18.045, el cual dispone lo siguiente: "Las comisiones que puedan cobrarse por colocación e intermediación de valores serán libres".

Se aprecia atendible lo expresado por la Bolsa Electrónica en cuanto afirma que los derechos de bolsa son determinados por cada bolsa de valores en sus propios reglamentos y responden a los costos que deben pagar los corredores para satisfacer las necesidades de las bolsas de sufragar sus gastos y la mantención de sus bienes físicos, por lo que estos cobros constituyen una modalidad a que están sujetas las bolsas de valores de acuerdo con lo que establece el artículo N° 40, inciso 2°, numerando 11), de la Ley 18.045 de Mercado de Valores.

Las comisiones, en cambio, las fija el mercado y, en definitiva, la convención entre corredor y cliente. Constituyen la remuneración del corredor por su labor de intermediación de valores.

Esta Comisión comparte por lo tanto, lo expresado por la Superintendencia de Valores y Seguros en Oficio N° 3074, de 26 de agosto de 1988, en el cual responde una comunicación de la Bolsa de Comercio de Santiago relativa a "derechos de bolsa, operaciones por cuenta de terceros" entre bolsas, señalando que ella no se ajusta a la Ley N° 18.045, por lo que le ordena dejarla sin efecto "en lo relativo al cobro de derechos de bolsa en las operaciones por cuenta de terceros". Cita al efecto la referida Superintendencia el artículo 40 N° 5 de la ley de Mercado de Valores, que, según expresa, permite a los corredores

ejercer su actividad en más de una bolsa, lo que confirma la independencia y autonomía de los Corredores para operar en cualquiera de las bolsas de que sean miembros, quedando cada una de las operaciones que realicen, sujetas a las disposiciones reglamentarias de la Bolsa donde se hubiera registrado la operación.

Apoiada en el texto del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, la Superintendencia señala, además, a que éste deja de manifiesto que las operaciones de los corredores quedarán afectas al pago de derechos de bolsa, en la medida que queden comprendidas dentro de dicha Bolsa, toda vez que dicho Reglamento es aplicable únicamente a las operaciones de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Por último, señala que el cobro del diferencial de derechos de bolsa presupuestado, no contribuye al objetivo de lograr un sistema más competitivo dentro del mercado bursátil y el abaratamiento del proceso de intermediación, sino más bien constituye un acto que impide la libre competencia con la Bolsa de Valparaíso, desincentivando la participación de los corredores de la Bolsa de Santiago en aquélla.

7.3.- Sobre el tema de las operaciones interbolsas, la Superintendencia, en oficios dirigidos a los distintos agentes del mercado, se refiere a la conveniencia de su existencia y puesta en marcha; en tanto que los artículos 40 N° 5 y 43 letra d) de la Ley 18.045, acreditan su legalidad. Más aún, reafirman su existencia diversas normas como el artículo N° 42 letra d) y otras de la ley de Mercado de Valores, que exigen la existencia de "un" mercado bursátil unificado y la uniformidad de procedimientos que faciliten el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas; y, especialmente, por la reciente modificación de la ley de Mercado de Valores, establecida en la Ley N° 19.601, de 18 de enero de 1999, que crea el artículo 44 bis, en que fija normas que reiteran imperativamente todos los conceptos antes expresados, transcritos en el numerando 3.- de este Informe..

La argumentación precedente desvirtúa la afirmación de la Bolsa de Comercio de Santiago que atribuye la existencia de las operaciones interbolsas a actos de mera cortesía.

7.4.- Sobre el tema relativo al cobro de derechos de bolsa en operaciones por cuenta propia interbolsas, caben las siguientes consideraciones:

- a) Su establecimiento ha correspondido a decisiones unilaterales de la Bolsa de Comercio de Santiago, conforme a dos criterios distintos en el tiempo. El primero estableció una comisión fija con un tope de 110 U.F. mensuales por corredor, en tanto que el segundo impuso un cobro porcentual de 0,5% por operación. Según la denunciante, este cobro, atendida su magnitud, puso término definitivo a las operaciones de arbitraje ideadas como sucedáneos o sustitutos de las operaciones interbolsas y originó el cierre de oficinas de corredores de la Bolsa de Valparaíso.
- b) La Bolsa de Comercio de Santiago sostiene que con dicho sistema de cobros de derechos de bolsa ha evitado que operaciones que realizan sus corredores por cuenta propia se liquiden como tales en otras bolsas en el mismo día y al mismo precio, siendo que en la realidad constituyen operaciones por cuenta de terceros.

Dicho sistema de cobros de derechos de bolsa no se ajusta a lo previsto por las normas de la ley de Mercado de Valores para actuar en situaciones que presenten las características a que se refiere la hipótesis señalada por la Bolsa de Comercio de Santiago.

En efecto, el artículo 44 letra a) N° 3, señala que en la reglamentación de sus propias actividades y la de sus miembros las bolsas de valores deberán contemplar normas " que establezcan en qué casos los corredores de bolsa puedan negociar por su propia cuenta, de modo de asegurar que la bolsa funcione como un mercado abierto e informado", y en el mismo artículo, letra g), dispone la obligación de contemplar " normas que regulen los sistemas de transacción de valores, con el objeto de que pueda determinarse en forma cierta si las transacciones efectuadas por los corredores de bolsa corresponden a operaciones por cuenta propia o por cuenta de terceros".

Pues bien, el cobro de derechos de bolsa impuesto por la Bolsa de Comercio de Santiago, tomando como única consideración que una de las puntas de la transacción realizada por un corredor miembro de ella, en un mismo día, se efectúe en otra Bolsa de Valores, determina que tal operación del corredor es por cuenta de terceros, a pesar de haberla él declarado por cuenta propia.

Tal procedimiento es objetable por cuanto la determinación de si la operación de un corredor es por cuenta propia o por cuenta de un tercero, para los efectos de aplicar los derechos de bolsa, estaría basada en una simple presunción y no en la forma cierta que exige la ley de mercado de valores (artículo 44 letra g)).

El propósito planteado por la Bolsa de Comercio de Santiago para justificar el establecimiento del derecho de bolsa para las operaciones en análisis, no guarda relación con los objetivos de este tipo de cobro establecidos en el citado artículo 40 N°11) de la Ley 18.045

7.5.- Los elementos considerados por la Superintendencia de Valores y Seguros en su oficio N° 3074, de 1988, mencionado anteriormente, respecto a las limitaciones al proceso de intermediación y a la competencia entre bolsas generadas por el derecho de bolsa a las operaciones por cuenta de terceros cobrados en transacciones interbolsas, resultan igualmente válidos respecto de las operaciones de arbitraje en operaciones por cuenta propia que se han analizado

7.6.- Sobre el tema de la relevancia que han tenido las operaciones bursátiles afectas al cobro de derechos de bolsa de operaciones interbolsas, la Bolsa de Comercio de Santiago ha sostenido que ellas representan un porcentaje inferior al 0,5% del total de las transacciones realizadas por esta Bolsa en el año 1997, y de sólo un 1,9% de las transacciones totales de la Bolsa Electrónica.

Las características del mercado en estudio permiten a una bolsa, sin incurrir en mayores inversiones, incrementar su participación en el mercado bursátil, sobre la base de ofrecer un buen servicio a bajo costo. Ello es posible ya que posee la infraestructura necesaria, los sistemas de comunicación y los agentes que actúan en la intermediación de valores bursátiles. En este contexto no puede sostenerse la falta de relevancia que tendría para el mercado en general que un agente como la Bolsa de Valparaíso tenga en la actualidad una participación menor, ya que en el futuro, sin la existencia de barreras, ella está habilitada para aumentar el volumen de sus operaciones, su grado de competencia y el dinamismo del sector.

A lo anterior habría que agregar que, de lo expuesto en los cuadros comparativos indicados en la página 11, se puede apreciar que a un corredor que participa en las Bolsas Electrónica o de Valparaíso, y también en la Bolsa de Santiago, le convendría operar en cualquiera de las dos primeras porque obtendría una devolución mayor que en la Bolsa de Santiago, ya que podría optimizar su régimen de comisiones, pudiendo eventualmente trasladar a sus clientes parte de los beneficios obtenidos.

8.- Conclusiones.

La existencia de los derechos de bolsa en las operaciones por cuenta propia interbolsas, que incluso no han sido justificados económicamente por la Bolsa de Comercio de Santiago en forma acorde con la naturaleza que la Ley N° 18.045 les atribuye, introduce al mercado una distorsión y un aumento de costos que constituyen una barrera al crecimiento de las Bolsas emergentes.

El objetivo de la Bolsa de Comercio de Santiago al aplicar derechos de bolsas en operaciones por cuenta propia a transacciones en que intervenga otra bolsa de valores, persigue evitar que se produzcan estas transacciones que aprovechan los mejores beneficios que otorgan las otras dos bolsas en cuanto a la devolución de los derechos de bolsa pagados.

Tales cobros de 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.

La Ley se refiere a la existencia de "un" mercado bursátil, con lo que señala que él no está dividido y ello alude a su unidad que no puede separarse en partes sin que su esencia se destruya o altere.

Similar significación tiene la expresión "mercado unificado", que importa el concepto de hacer de muchas cosas un todo, uniéndolas, mezclándolas o reduciéndolas a una misma especie; lo que incluye la idea de unir, que es juntar dos o más cosas entre sí, haciendo de ellas un todo, y también la de acercar una cosa a otra, para que formen un conjunto o concurren al mismo objeto o fin.

También estos derechos quebrantan otras características que atribuye la Ley al mercado bursátil y que indican que éste debe ser equitativo y competitivo.

La equidad se rompe porque los derechos de bolsa analizados han sido impuestos unilateralmente por la Bolsa de Comercio de Santiago, en circunstancias que ni la Bolsa Electrónica ni la Bolsa de Valparaíso los aplican.

El cobro de estos derechos impone restricciones a las operaciones de arbitrajes interbolsas, las cuales, según la denunciante, habrían sido eliminadas.

Atendido el mérito de estos antecedentes, y lo reseñado precedentemente, esta Comisión, acogiendo la denuncia formulada por la Bolsa de Corredores de Valparaíso, Bolsa de Valores, estima, que la Bolsa de Comercio de Santiago debe dejar sin efecto el sistema tarifario sobre cobros de derechos de bolsa en operaciones interbolsas por cuenta propia, por cuanto dicho cobro, en la

forma impuesta actualmente, es contraria a las normas de la libre competencia contenidas en el texto vigente del D.L. N° 211, de 1973.

Respecto de la consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros, esta Comisión se remite a lo resuelto en el párrafo precedente.

Notifíquese al Sr. Fiscal Nacional Económico, a la Bolsa de Comercio de Santiago, a la Bolsa de Corredores de Valparaíso y a la Bolsa Electrónica.

Transcribese a los Sres. Ministros de Hacienda y de Economía, Fomento y Reconstrucción y al Sr. Superintendente de Valores y Seguros.

El presente dictamen fue acordado en sesión de 2 de julio de 1999, de esta Comisión Preventiva Central, por la unanimidad de sus miembros presentes, señora Sylvia Riesco Nervi; Presidente Subrogante, Sr. Claudio Juarez Muñoz, Sra. Lucía Pardo Vásquez, Sr. Rodemil Morales Avendaño y Sr. Carlos Castro Zoloaga.

Rol. 105-98 CPC

Lucía Pardo V.

PAOLA HERRERA FUENZALIDA
Secretaría - Abogado
Comisión Preventiva Central