

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

**C.P.C. N°: 1078**

**ANT. : Dictamen N° 1073, de 2 de junio de 1999, de la Comisión Preventiva Central.**

**MAT : Dictamen de la Comisión. Resuelve reposiciones de la Bolsa de Corredores de Valparaíso y de la Bolsa de Comercio de Santiago e informa reclamación subsidiaria de esta última.**

**SANTIAGO, 18 AGO 1999**

**A : H. COMISION RESOLUTIVA**

**DE : COMISIÓN PREVENTIVA CENTRAL**

**1.-** Por el presente dictamen esta Comisión Preventiva Central, en cumplimiento de lo dispuesto en los artículos 9 de la Ley 18.575 y 9, inciso 2°, del Decreto Ley N° 211, de 1973, resuelve los recursos de reposición y la petición que se indican más adelante, interpuestos en contra del Dictamen N° 1073, mencionado en el antecedente, e informa, a la vez, a esa H. Comisión Resolutiva, sobre la reclamación deducida respecto del citado Dictamen.

**2.-** El dictamen impugnado se pronuncia sobre una consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros acerca de si el sistema de cobro de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros establecido por la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, atentaría contra la libre competencia. Resuelve, también, una denuncia de la Bolsa de Corredores de Valparaíso, Bolsa de Valores, en contra de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, que atribuye a la denunciada una política monopólica de graves atentados contra la libre competencia y de abuso de posición dominante, manifestada en la eliminación de las operaciones interbolsas, su negativa para restablecerlas; y mediante la imposición de cobros y el aumento en el monto de los mismos, por concepto de los derechos especiales a que se refiere la consulta

de la Superintendencia de Valores y Seguros, que han tenido como efecto el término de las operaciones de "arbitraje" que, como sustitutos de las operaciones interbolsas, ejecutaban corredores pertenecientes a ambas Bolsas.

**3.-** En el Dictamen N° 1073, citado, esta Comisión acoge la denuncia formulada por la Bolsa de Corredores de Valparaíso, Bolsa de Valores, y estima que la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, 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 contrario a las normas de defensa de la libre competencia contenidas en el texto vigente de Decreto Ley N° 211, de 1973. En cuanto a la consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros, esta Comisión declara que se remite a lo resuelto respecto de la denuncia ya indicada.

**4.- a)** En la reposición planteada contra el dictamen por la Bolsa de Comercio de Santiago, se discuten los fundamentos jurídicos y económicos de éste, se atribuyen errores y omisiones al informe de la Fiscalía Nacional Económica recaído en este expediente, se aportan documentos y se solicita acoger el recurso, mediante la modificación del dictamen recurrido, en el sentido de estimar que no afecta la libre competencia el sistema de descuentos de derechos de bolsa aplicables por la Bolsa de Comercio de Santiago a las operaciones por cuenta propia que un corredor liquida en otra bolsa el mismo día. En subsidio de esta petición, pide la reapertura de la investigación respecto de actos de competencia desleal que denuncia. Finalmente, también en subsidio de la reposición, deduce el recurso de reclamación contemplado en el artículo 9° del Decreto Ley N° 211, de 1973, para ante la H. Comisión Resolutiva.

Los fundamentos esenciales de estos recursos señalan lo siguiente:

El sistema de cobros de derechos de bolsa establecidos por la Bolsa de Comercio de Santiago en el año 1997, constituyó una medida de defensa de la Bolsa frente a los actos de competencia desleal de corredores duales, que simulaban transacciones entre dos bolsas para aprovechar, ilícitamente, los descuentos de derechos de bolsa a que tienen acceso los corredores en operaciones por cuenta propia. La ilicitud se hace consistir en la comisión de fraude contra la Bolsa de Comercio de Santiago, al ejecutar por cuenta propia operaciones que son por cuenta de terceros; hay una fijación unilateral de precios

y concierto para impedir que dichas operaciones fueran interferidas por terceros, eludiéndose este requisito esencial para las denominadas "operaciones directas".

La competencia desleal de algunos corredores duales afectaba tanto a los competidores que no tenían esta dualidad, como a la Bolsa de Comercio de Santiago al privarla de ingresos por derechos de bolsa que le pertenecían.

Para demostrar el artificio simulatorio, la Bolsa de Comercio de Santiago acompaña una fotocopia, sin firma, con el logo de la Bolsa Electrónica y que tiene por título "Maximización de Utilidades", en el cual se explican las ventajas de "efectuar todas las operaciones por un mismo vehículo" aún cuando estas operaciones sean por cuenta de terceros con el objeto de "acumular en la tabla de derechos privilegiados mensual todas las operaciones de la corredora".

La política de derechos de bolsa de la Bolsa de Comercio de Santiago corresponde al ejercicio legítimo de su potestad regulatoria que le permite determinar libremente sus tarifas.

Estos derechos de bolsa corresponden al precio que la Bolsa de Comercio de Santiago cobra por los servicios que presta a los corredores e inversionistas que tienen convenio con ella, en razón del uso que ellos hacen de sus instalaciones y del beneficio que obtienen del mercado que la Bolsa de Comercio de Santiago constituye. Este precio permite a la Bolsa recuperar los costos directos, los gastos generales, y obtener una ganancia, ya que, como sociedad anónima, tiene fines de lucro y debe repartir dividendos.

Como errores jurídicos sustanciales que atribuye al dictamen señala:

Inexistencia en la Ley del Mercado de Valores del concepto de un mercado bursátil unificado. Lo que existe en el país es un régimen de competencia entre bolsas independientes, cada una de las cuales organiza su mercado y compite con las otras bolsas, a través, entre otros factores, de los derechos de bolsa que son el precio de los servicios que prestan.

Al ser libres los precios, es equivocada la referencia del dictamen que afirma que los derechos de bolsa no estarían justificados económicamente.

No son lo mismo las operaciones de arbitraje de valores (lícitas) y las operaciones interbolsas del mismo día y al mismo precio (simuladas, ilícitas)

b) La reposición planteada por la Bolsa de Corredores de Valparaíso, Bolsa de Valores, concuerda con el Dictamen N° 1073 y solicita complementarlo agregando en sus conclusiones que es necesario que se restablezcan o se reinicien las "operaciones interbolsas".

5.- Invitada a exponer sus puntos de vista en audiencia ante esta Comisión, la Bolsa Electrónica ha señalado lo siguiente respecto del tema:

Los derechos de bolsa como insumo se asocian a un costo en la producción de servicios para la compra y venta de valores. Por el sistema de devoluciones, el costo de operar es más alto en la Bolsa de Comercio de Santiago. El insumo de los derechos de bolsa encarece los precios de las acciones.

La estructura de las bolsas de valores en Chile se corresponde con los corredores que operan en ella, quienes, a su vez, son accionistas de dichas bolsas.

Las bolsas tienen fines de lucro y compiten entre si.

Se puede distinguir entre corredores "eficientes", que generan derechos de bolsa, e "ineficientes", que no los generan. El poder político en una bolsa y las utilidades a recibir como accionistas es la misma entre corredores "eficientes" y "no eficientes". La Bolsa de Comercio de Santiago prefiere mantener costos altos (derechos de bolsa) para generar dividendos que benefician por igual tanto a corredores "eficientes" como "ineficientes", para lo cual maximiza utilidades a costa del mercado.

El mercado bursátil es uno sólo y no tiene dueño. La Ley de Mercado de Valores asegura la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente. El mercado está unificado en el sentido de permitir a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes.

La unidad del mercado se obtiene permitiendo a los corredores participar en más de una bolsa, adquiriendo la acción correspondiente.

El arbitraje, en una operación interbolsa, siempre es de precio. El precio final de la transacción se refleja en un menor costo de producción. Los corredores pueden traspasar íntegramente los beneficios de menores costos al precio global de la transacción.

La Bolsa de Comercio de Santiago no ha rebajado sus derechos de bolsa para protegerse de la supuesta competencia desleal porque con ello reduciría el dividendo causando especial perjuicio a los corredores ineficientes.

El argumento de la competencia desleal es sólo un pretexto de la Bolsa de Comercio de Santiago. Dicha Bolsa no ha tomado ninguna de las siguientes medidas legales y reglamentarias procedentes para evitar dicha eventual conducta: sancionar a los corredores; denunciarlos ante la Superintendencia de Valores y Seguros; formular denuncias ante las Comisiones de Defensa de la Competencia; recurrir a los tribunales de justicia.

La Bolsa de Comercio de Santiago no tiene facultades para calificar de ilícita o simulada una operación.

El verdadero propósito del peaje es impedir las operaciones interbolsas y maximizar utilidades como lo hace un monopolio. Los efectos del peaje han sido el retiro de corredores de las demás bolsas, la baja en la participación de mercado de las otras bolsas y el aumento de la participación de la Bolsa de Comercio de Santiago.

6.- Respecto de las materias tratadas esta Comisión debe precisar que corresponde distinguir dos temas:

**a) Los derechos de bolsa y cómo ellos afectan a determinadas operaciones en que participa más de una bolsa.**

El Dictamen N°1.073 explica en detalle la estructura de los derechos de bolsa de cada una de las tres bolsas de valores existentes en el país. El derecho de bolsa que se cuestiona y que en adelante por simplicidad se referirá como "peaje", es aquel que se aplica a una operación de las siguientes características:

### Compra

La compra se informa como por cuenta propia en la Bolsa de Comercio de Santiago. La venta se efectúa por cuenta propia el mismo día en otra bolsa de valores.

### Venta

La compra se realiza en otra bolsa de valores por cuenta propia. La venta se efectúa el mismo día en la Bolsa de Comercio de Santiago por cuenta propia.

Los efectos del cobro son dos:

1.- Se debe pagar el derecho de bolsa a la Bolsa de Comercio de Santiago como si la operación fuera por cuenta de terceros aunque se haya declarado por cuenta propia (y por tanto no sujeta a cobro).

2.- El derecho pagado no sirve para acumular a la tabla de descuentos del corredor.

Por su parte, la Bolsa de Comercio de Santiago ha señalado que el "peaje" tiene por objeto evitar las "operaciones pared interbolsas".

La secuencia de acciones en esta operación "pared" en el caso de una compra en la Bolsa de Comercio de Santiago, según dicha Bolsa, sería la siguiente:

Un cliente ordena al corredor dual comprar un número de acciones a determinado precio.

El corredor va a la rueda de la bolsa (física o electrónica) y compra las acciones al precio determinado pero informa que la operación es por cuenta propia.

El corredor dual va a la otra bolsa y mediante una operación directa, que en el tiempo reglamentario no es interferida por otro corredor, actúa como vendedor de las acciones por cuenta propia al mismo precio en que las adquirió en la Bolsa de Comercio de Santiago, y también como comprador de las acciones a dicho precio, por cuenta del cliente que habría dado originalmente la orden.

En esta operación, desde el punto de vista del cliente y del corredor dual, sólo se paga el derecho de la otra bolsa (la compra por parte del tercero). Si el derecho de bolsa es en este caso más bajo (por los mayores descuentos aplicados) el costo de la transacción es inferior al que se obtendría si la operación se realizara sólo en la Bolsa de Comercio de Santiago.

En el caso de la venta en la Bolsa de Comercio de Santiago la operación sería la inversa. El cliente ordena vender las acciones a cierto precio, el corredor dual "lleva" la operación a la otra bolsa y a través de una operación directa compra las acciones de su cliente por cuenta propia. El mismo día vende las acciones al mismo precio en la Bolsa de Comercio de Santiago informando la operación como por cuenta propia. Desde el punto de vista del cliente y el corredor dual sólo se pagan derechos en la otra bolsa.

Finalmente, es necesario reconocer lo que se denomina una operación típica de arbitraje de precios. En el caso de una compra, el corredor dual adquiere por cuenta propia un determinado número de acciones en una bolsa a un cierto precio, y luego vende por cuenta propia en la otra bolsa la cantidad adquirida, o una distinta, a un cierto precio. En general para que el arbitraje tenga sentido el precio de compra debe ser inferior al precio de venta.

De lo expuesto se infiere que tanto las operaciones "pared interbolsas" como las operaciones de arbitraje están afectas al "peaje" establecido por la Bolsa de Comercio de Santiago.

#### **b) Las operaciones interbolsas.**

Un aspecto distinto al anterior, es el caso de las operaciones interbolsas que, de acuerdo con los antecedentes disponibles, existieron normalmente en años anteriores.

En esta operación, de acuerdo con lo expuesto por la Bolsa de Corredores de Valparaíso, un corredor de una determinada bolsa lleva una cierta operación (por cuenta de un tercero o por cuenta propia) a la rueda de su bolsa, sin que exista una contrapartida o punta contraria. En este evento, el corredor acude a la rueda de la otra bolsa a ofrecer la transacción. Si la operación se concreta, el corredor de la primera bolsa paga los derechos que correspondan a su bolsa de origen y lo propio sucede con el corredor de la bolsa en donde se ejecutó la transacción.

Hay que tener presente que este tipo de operaciones no tiene sentido en el caso de corredores duales pues ellos siempre pueden elegir la bolsa de valores en la cual ofrecerán la transacción. Por otra parte, es necesario señalar que estas operaciones también son factibles de realizar a través de otro corredor en lo que se denomina corresponsalía, sin embargo en este caso el "corresponsal" toma parte de la comisión.

**7.-** Con el mérito de los recursos interpuestos, del Dictamen N° 1073 citado, de las defensas orales escuchadas y de lo señalado precedentemente, esta Comisión formula las consideraciones que se exponen en los numerandos siguientes, y en los apartados **8** y **9** subsiguientes.

#### **En cuanto a los derechos de bolsa,**

**7.1.-** El argumento central de la Bolsa de Comercio de Santiago es que el "peaje" por operaciones en que concurre otra bolsa de valores tiene como propósito evitar "operaciones ilícitas" o que constituyen "fraude a la ley" por parte de algunos de sus miembros y accionistas (los corredores que participan en dicha Bolsa). Se refiere en este caso a las denominadas "operaciones pared interbolsas".

Llama la atención la evolución que ha tenido la argumentación de la Bolsa de Comercio de Santiago en esta materia. En un principio expresó que el "peaje" tenía por objeto evitar la evasión de derechos de bolsa; luego, que su objeto era evitar la ocurrencia de acciones simuladas e ilícitas, y en los últimos antecedentes, indica que son un "correctivo" a los incentivos que ella entrega a las operaciones por cuenta propia.

**7.2.-** La manera de perseguir una acción ilícita o que constituye fraude a la ley debiera ser acudir a la normativa de la propia bolsa (art. 44 letra c) Ley de Mercado de Valores), a la Superintendencia de Valores y Seguros o a los Tribunales de Justicia, para determinar la existencia de dichas conductas y exigir la aplicación de las sanciones que correspondan.

**7.3.-** La esencia de la operación ilícita es la simulación de una orden por un tercero como una operación por cuenta propia en la cual una de las puntas está en otra bolsa. La Ley de Mercado de Valores obliga a que las bolsas



cuenten con normas para establecer en forma cierta cuando la operación es por cuenta propia o por cuenta de terceros. La tipificación de las operaciones afectadas por el "peaje" interbolsas no es una forma cierta o directa para diferenciar el tipo de transacción.

**7.4.-** La tipificación aludida por la Bolsa de Comercio de Santiago para calificar una operación como simulada o fraudulenta, esto es, ambas puntas a idéntico precio, en el mismo día y a través de una operación de autocontratación (Orden Directa), no corresponde con aquella afecta por el "peaje". En efecto, de los antecedentes aportados no consta que operaciones por cuenta propia, el mismo día y a precios distintos (de arbitraje), estén exentas del "peaje" y sirvan para la aplicación de los descuentos. Cabe señalar que existe la posibilidad de arbitraje también a precios idénticos si para el corredor el margen de transacción es mayor debido al menor costo de los derechos de bolsa.

**7.5.-** Si bien el "peaje" por operaciones interbolsas puede tener como efecto inhibir las eventuales referidas conductas ilícitas o fraudulentas, tiene también como efecto inhibir operaciones lícitas de arbitraje lo que atenta contra la libre competencia entre las distintas bolsas de valores. En consecuencia, el "peaje", desde el punto de vista de la libre competencia, no es un método idóneo para regular eventuales operaciones ilícitas o fraudulentas. Contrariamente a lo que señala la Bolsa de Comercio de Santiago, es el "peaje" el que afecta las operaciones de arbitraje y no la prohibición reglamentaria de las operaciones que constituyan fraude a la ley o a las normas internas de una bolsa de valores. No sería legítimo establecer una norma que impida las operaciones de arbitraje puesto que al decir de la propia Bolsa de Comercio de Santiago son operaciones lícitas o genuinas.

**7.6.-** Adicionalmente, si bien pudiera resultar entendible que a través del "peaje" la Bolsa de Comercio de Santiago pretenda recuperar derechos de bolsa que le pertenecen, en el sentido de que si la operación hubiese sido informada con veracidad y no se hubiere simulado habría generado cobros en dicha bolsa, no parece explicable que una vez repuesto este cobro a través del "peaje", éste no sirva para el descuento de los derechos.

**7.7.-** La forma más simple y directa de evitar las operaciones que la Bolsa de Comercio de Santiago califica como ilícitas y fraudulentas, es que dicha Bolsa compita con las estructuras de cobros que mantienen las demás bolsas de valores. En este esquema, desaparece cualquier incentivo a simular operaciones.

Esta opción, además, es la que mejor defiende la libre competencia en el mercado.

**7.8.-** La Bolsa de Comercio de Santiago argumenta que los derechos de bolsa no corresponden a las cuotas a que se refiere el art. 40 N°11 de la Ley de Mercado de Valores. A este respecto, más adelante esta Comisión se hace cargo de tal observación; sin embargo, considera necesario señalar desde ya que del análisis de la ley se desprende que efectivamente cobros como los señalados por la Bolsa de Comercio de Santiago en su reglamento (cuota de incorporación, precios por servicios de información, publicidad, etc.), si bien no están reconocidos explícitamente en la normativa, ello no obsta a su legalidad.

El dictamen no cuestiona que libremente puedan ser establecidos cobros por dicha Bolsa, en la medida que no vulneren la legalidad vigente, sino más bien objeta la legitimidad de la justificación económica aducida por ésta. La Bolsa de Comercio de Santiago señala que tales derechos tienen por objeto permitir a la bolsa "recuperar sus costos directos y gastos generales y obtener además una ganancia". En este sentido, el carácter "regulatorio" o "correctivo" otorgado al "peaje" tampoco se justifica económicamente con la naturaleza que dicha Bolsa le da a estos derechos. En cualquier caso, este aspecto no es determinante respecto del fondo del asunto.

**8.-** En el estudio por la Comisión de los antecedentes en su integridad y, en especial, de los reunidos con ocasión del trámite de los recursos interpuestos ha surgido el tema que, atendida su importancia y con fines preventivos, pasa a detallarse a continuación, sin formular una decisión a su respecto, dado que los involucrados, atendido el estado de tramitación, no han tenido ocasión de abordar este tema:

**8.1.-** El artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores determina que las comisiones serán libres. La ley asume que existe competencia entre los corredores y que, en consecuencia, será el mercado el que determinará sus montos. En el caso de los derechos de bolsa, su fijación corresponde a cada Bolsa debiendo ellos permitir sufragar los costos y mantención de la infraestructura de la institución. Esto es lo que determina el legislador al establecer, en el artículo 40, N° 11, de la Ley de Mercado de Valores, que "Las bolsas podrán en cualquier tiempo requerir de sus accionistas corredores el pago de cuotas para sufragar sus gastos y costos de conservación, mantención y reposición de sus bienes y de su expansión y mejoramiento de sus actividades".

8.2.- En consecuencia, es errado sostener que los derechos de bolsa no corresponden a las cuotas reguladas por el artículo 40, numeral 11 ya citado. Desde el punto de vista del sujeto de cobro el numeral no excluye que corredores, distintos de los corredores accionistas deban pagar dichas cuotas; más aún resulta de toda lógica que todos quienes utilizan las instalaciones deban sufragar los "gastos y costos de conservación, mantención y reposición de sus bienes y de expansión y mejoramiento de sus actividades".

8.3.- Por otra parte, resulta evidente que parte fundamental de los costos de cualquier empresa corresponden a los costos de capital que vistos desde el punto de vista de los dueños del capital, constituyen la renta por el uso de dicho factor y que es distribuída entre los accionistas en forma de utilidades.

8.4.- En consecuencia, no cabe duda que el artículo y numeral citado se refieren a lo que comúnmente se llama derechos de bolsa, independiente que puedan existir otro tipo de cobros correspondiente a servicios específicos asociados al giro de la empresa.

8.5.- La ley de mercado de valores define a las bolsas como "entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad con la ley." (art. 38). Ahora bien, desde el punto de vista económico la función de la bolsa es reducir los costos de transacción en la compra y venta de instrumentos financieros. Es esta función de interés general, lo que explica la existencia de una ley regulatoria especial y la exigencia que establece el artículo 39 en cuanto a 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"** Las Bolsas constituyen una de las formas en que se transan instrumentos financieros. Por esta función de interés general, el mercado de valores requiere condiciones institucionales especiales que eviten el fraude a la fe pública y hace necesario una ley que regule la operación de las bolsas. Más aún, en el mismo artículo 39 citado, la ley señala que la Superintendencia tiene facultades para impartir instrucciones y normas para asegurar el cumplimiento de los objetivos indicados.

**8.6.-** Debido a los resguardos a que está sometido el mercado de valores, es que a las Administradoras de Fondos de Pensiones sólo se les autoriza vender y comprar valores a través de las bolsas. No es en consecuencia consistente con el espíritu del legislador someter a los Fondos de Pensiones al pago de derechos de bolsa arbitrariamente fijados y que en definitiva forman parte de los gastos en que deben incurrir los inversionistas al comprar o vender valores.

**8.7.-** Los reglamentos de las bolsas, dentro de los cuáles se incluyen las especificaciones respecto de los derechos de bolsa, deben incluir normas que fomenten el desarrollo del mercado de valores. Es por esto, que la ley de valores precisa, además, que las cuotas que pagan quienes utilizan la bolsa deben cubrir gastos y costos específicos de la operación.

**8.8.-** Para determinar estos costos, incluido el costo de capital que representa a su vez las utilidades de los accionistas, es necesario identificar los requerimientos de su funcionamiento.

**8.9.-** Para operar una bolsa incurre principalmente en costos fijos asociados a la utilización de los siguientes medios: (a) activos físicos que hacen posible las transacciones (el ruedo y el computador central que coordinan las transacciones), y (b) activos intangibles como su reputación y las convenciones y procedimientos que disminuyen los costos de transar activos financieros. En tal sentido, es razonable sostener que la producción de servicios de bolsa tiene un costo marginal cercano a cero y que son independientes del monto y tipo de instrumento transado.

**8.10.-** Eso implica que sólo son eficientes los derechos de bolsa fijos que no dependan ni del número de transacciones, ni del monto transado y que sean suficientes para autofinanciar la bolsa, incluido el costo de capital. La preservación de los activos intangibles está basado en las condiciones que debe cumplir un corredor y en las facultades que se le otorga a la bolsa en los artículos 44 a 49 de la Ley de Mercado de Valores.

En razón de lo anterior, la existencia de derechos de bolsa de tipo proporcional más allá de un monto mínimo, no parece económicamente razonable, ni compatible con un mercado efectivamente competitivo.

## **9.- En cuanto a las Operaciones Interbolsas**

**9.1.-** La Bolsa de Comercio de Santiago argumenta que cuando la Ley de Mercado de Valores se refiere en su artículo 42 a “un mercado unificado” se debería entender que corresponde al mercado conformado por una bolsa en particular. Es decir, habría tantos mercados como bolsas.

El planteamiento anterior no es consistente con un análisis general de la normativa por cuanto en distintos artículos de la Ley citada (art. 23 “El mercado secundario de valores”; art. 39 “Un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”; art. 44 f) “informaciones que deberán proporcionar al mercado”; art. 44 bis “Un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”), se refuerza mas bien el concepto de un solo mercado y no de un mercado por bolsa.

**9.2.-** Se comparte el criterio señalado por la Bolsa Electrónica en el sentido de que ni el mercado en su totalidad, ni parte de él, pueden ser apropiados por una determinada entidad, porque el mercado no tiene dueño.

**9.3.-** La existencia de un mercado unificado, equitativo y transparente beneficia a los inversionistas a través de la mejor ejecución de sus órdenes y al costo más bajo. En este sentido, es deseable que las bolsas operen de manera integrada y coordinada.

**9.4.-** La Comisión reitera lo expuesto en el considerando 7.3 de su Dictamen Nº 1073, ya citado, que enfatiza sobre la existencia de las operaciones interbolsas y la conveniencia de su puesta en marcha.

**9.5.-** Las operaciones interbolsas mediante la convención entre las bolsas de valores se aviene con la normativa legal.

La Superintendencia de Valores y Seguros, para cumplir la ley en cuanto ésta reconoce la existencia de las operaciones interbolsas, debe instar activamente para obtener el acuerdo de las Bolsas de Valores a fin de establecer las operaciones interbolsas, en términos que garanticen la existencia unificada y la integridad del mercado bursátil, en el que puedan operar los inversionistas en libre competencia.

**10.-** Esta Comisión Preventiva Central se pronuncia en el presente numerando sobre el recurso de reposición y sobre la petición subsidiaria de reapertura de la investigación, formulados por la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, teniendo en consideración tanto los fundamentos de la reposición, que son los mismos invocados por la recurrente en el recurso de reclamación planteado también en subsidio, como las alegaciones verbales de las formuladas en la audiencia del día 23 de julio último.

**10.a)** Apreciando en conciencia todos los antecedentes reunidos, esta Comisión reitera su convicción de que el sistema tarifario sobre cobros de derechos de bolsa en operaciones interbolsa por cuenta propia que aplica la Bolsa de Comercio de Santiago, es contrario a las normas de la libre competencia contenidas en el texto vigente del Decreto Ley N° 211, de 1973, por lo que estima que dicha Bolsa debe dejarlo sin efecto. En consecuencia, niega lugar al recurso de reposición interpuesto por la Bolsa de Comercio de Santiago.

**10.b)** Atendida la circunstancia de que la materia de la investigación se refiere a la consulta de la Superintendencia de Valores y Seguros, y a una denuncia en que actúan como acusadora la Bolsa de Corredores de Valparaíso y como denunciada la Bolsa de Comercio de Santiago, y que las imputaciones sobrevinientes de la Bolsa de Comercio de Santiago se refieren a la Bolsa Electrónica, quien solo expresó su opinión sobre el tema, esta Comisión estima improcedente y dilatorio generar en el presente expediente una nueva investigación distinta del tema sustancial y central que se refiere al cobro de derechos de bolsa de operaciones por cuenta propia y de terceros establecidos por la Bolsa de Comercio de Santiago, materia respecto de la cual considera indispensable no retrasar su pronunciamiento correspondiente.

En consecuencia, no se hace lugar a la reapertura de la investigación solicitada por la Bolsa de Comercio de Santiago en el tercer otrosí de su escrito de fojas 671 y siguientes.

**11.-** Pronunciándose sobre la reposición interpuesta por la Bolsa de Corredores de Valparaíso, Bolsa de Valores, esta Comisión, apreciando los antecedentes del expediente y las alegaciones expuestas en la audiencia señalada, estima que la legislación vigente contempla expresamente la existencia de las operaciones interbolsas; si bien señala que dichas operaciones deben

pactarse en virtud de una convención entre las bolsas de valores, las que deben acordar las modalidades específicas que deben regir dichas transacciones.

Por ello, a juicio de esta Comisión, es necesario que la Superintendencia de Valores y Seguros, en ejercicio de sus atribuciones legales, adopte las iniciativas que correspondan a fin de instar a que las bolsas de valores, en un plazo prudente, determinen lo necesario para establecer el funcionamiento de dichas operaciones sobre la base de condiciones razonables, objetivas, no discriminatorias, justas y generales.

**12.-** Proveyendo el recurso de reclamación interpuesto por la Bolsa de Comercio de Santiago, concédese para ante la H. Comisión Resolutiva. Téngase el presente dictamen como informe del recurso y elévense los antecedentes para los efectos a que se refiere el artículo 9, inciso 2º, del Decreto Ley. Nº 211, de 1973.

El integrante de la Comisión señor Claudio Juárez Muñoz, quien concurre al acuerdo compartiéndolo en su integridad, formula respecto de los considerando 9.4.- y 9.5.- del presente dictamen, las siguientes apreciaciones:

1) Si bien es deseable que las bolsas operen de manera integrada y coordinada, y por tanto que existan las operaciones interbolsas, la forma en que la Bolsa de Valparaíso pretende se realicen este tipo de transacciones puede ocasionar efectos perversos en el mercado que anulen o reviertan los beneficios de la mayor integración entre las bolsas.

2) El mercado de valores en Chile se sustenta en muchos de sus aspectos en la autorregulación de los agentes. Las normas que cada bolsa de valores establece respecto de la conducta de los corredores que operan en ella constituyen un activo de gran relevancia para su éxito en el mercado (reputación). Estas normas, a su vez, aseguran la existencia e integridad del mercado bursátil en el cual puedan operar los inversionistas. Además, esto reduce los costos de transacción de dichos inversionistas y de los demás agentes del mercado en lo relativo a la búsqueda de información.

3) La posibilidad de que un corredor pueda operar en una determinada bolsa, sin pertenecer a ella; es decir, sin estar obligado a cumplir las normativas de dicha bolsa, establece un incentivo perverso a la creación de bolsas de valores con menores exigencias de conducta y de garantías. Esto, en definitiva, atenta contra la existencia e integridad del mercado de valores y afecta la forma en que las bolsas de valores debieran competir en el mercado.

4) Las operaciones interbolsas por imposición y no mediante la convención entre las bolsas de valores no necesariamente se aviene con la normativa, por cuanto en ella se señala que los corredores, para operar en una bolsa, deben ser accionistas de ella y, además, pueden pertenecer a más de una bolsa de valores (artículo 39, número cinco, Ley 18.045).

5) La entrada al mercado de las bolsas de valores es libre y sólo sujeta a ciertos requisitos de carácter general (Título VII Ley 10.045). Por su parte, la ley establece la manera de que los corredores accedan a determinada bolsa mediante la compra de una acción transferida por otro corredor o la emisión de una nueva acción (artículo 40, número 6, Ley 18.045). La admisión de un corredor en una determinada bolsa debe fundarse en reglas objetivas y uniformes y existe un procedimiento ante la Superintendencia de Valores y Seguros en caso de rechazo injustificado (artículo 50 Ley 18.045). Los corredores pueden pertenecer a todas las bolsas existentes. Esta estructura de competencia, resulta más idónea que aquella basada en las operaciones interbolsas en la forma propuesta por la Bolsa de Valores de Valparaíso.

6) No se advierte, en la forma en que se desarrollarían estas operaciones y que se desprende de los antecedentes disponibles, cuál es la justificación de que el corredor deba pagar derechos de bolsa en la bolsa de valores de origen, en circunstancias que en ella no se realizó ninguna transacción. Este esquema, tiene cierta similitud con el "peaje" cuestionado en el presente dictamen.

7) En definitiva, el análisis de los elementos que impiden la competencia en este mercado, debe centrarse en la estructura de los derechos de bolsa y otros cobros a las transacciones, las limitaciones a las operaciones de los corredores

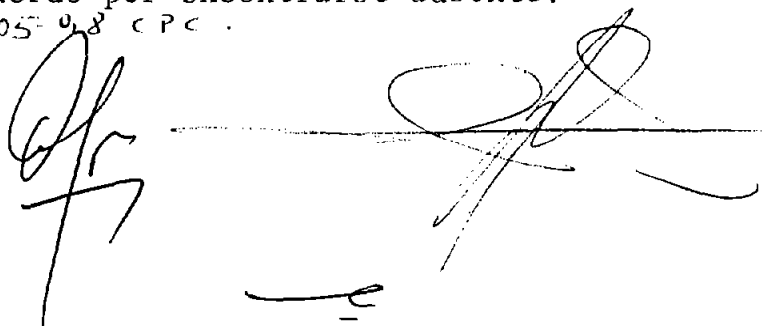


duales (o que pueden operar en varias bolsas), las condiciones de acceso a la constitución de una bolsa de valores y aquéllas que permiten a los corredores integrar una bolsa.

El presente dictamen fue acordado en sesión de 17 de Agosto de 1999, de esta Comisión Preventiva Central, por la unanimidad de sus miembros presentes, señores Eugenio Rivera Urrutia; Presidente, Claudio Juárez Muñoz, Rodemil Morales Avendaño y don Carlos Castro Zoloaga.

No firma el Sr. Castro, no obstante haber concurrido al acuerdo por encontrarse ausente.

v.d.f. 105-98 CPC.



**PAOLA HERRERA FUENZALIDA**  
Secretaría - Abogado  
Comisión Preventiva Central