

C.P.C. N°

513 / 1421

ANT.: Consulta de la Bolsa de Comercio de Santiago, de 22^{da} de Marzo de 1985.

MAT.: DICTAMEN DE LA COMISION.

Santiago, 18 DIC. 1985

1.- La Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, ha formulado a esta Comisión la consulta que indica más adelante.

En los primeros días del mes de Febrero último, el Director del Instituto de Normalización Previsional, actuando por cuenta de la Caja de Previsión de Empleados Particulares, envió a la Bolsa antecedentes para una licitación privada por los servicios de intermediación de Corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago, respecto de instrumentos de renta fija (I.R.F.).

El servicio de intermediación fue adjudicado, en definitiva, a dos Corredores, uno de los cuales no cobró comisión, sino el derecho de Bolsa más el IVA correspondiente.

2.- Los antecedentes a que alude la consultante son los siguientes:

Por Oficio Ord. N° 12, de 1° de Febrero de 1985, el Director del Instituto de Normalización Previsional comunicó al Gerente de la Bolsa de Comercio su interés en llamar a la mencionada licitación privada, acompañando las bases y otros documen-tos relativos a esa licitación.

El 5 de Febrero de 1985 se procedió a la apertura de los sobres que contenían las ofertas de once de Corredores.

El mismo día 5 de Febrero, el Director del Instituto de Normalización comunicó a la Gerencia de la Bolsa el resultado de la licitación, que fue adjudicada a los corredores Tanner y Cía. S.A. y Julio Ureta y Cía.

Como el porcentaje cobrado por "Tanner y Cía. S.A." por los servicios de intermediación es de 0,018%, que sólo cubre los derechos de Bolsa y de pago de IVA, la Bolsa recibió una denuncia formal de otro Corredor que se sintió perjudicado con ese proceder.

El directorio de la Bolsa pidió y obtuvo explicaciones de Tanner y Cía. Ltda., no obstante lo cual acordó consultar a esta Comisión Preventiva Central sobre la legalidad del procedimiento empleado por la denunciada.

3.- Para ilustrar a esta Comisión, la consultante expresa que la estructura del mercado en que se dan los comportamientos que pudieren ser contrarios a las normas sobre libre competencia, es la siguiente:

3.1. El mercado es restringido y a él concurren pocos oferentes y pocos demandantes de servicios de intermediación. Es decir, existe tanto un oligopolio como un oligopsonio.

3.2. Las oficinas de Corredores son sólo 31 y, de hecho, han intervenido en la intermediación para las Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.) entre 8 y 10 de esas firmas. En cuanto a las A.F.P. éstas son sólo 12.

Lo expuesto indica que cada partícipe en ese mercado tiende a controlar un porcentaje relativamente importante del mismo, no obstante lo cual, como es obvio, la participación porcentual de las A.F.P. está determinada, además, por el volumen de operaciones que tiene cada una de ellas.

3.3. Desde el punto de vista de la demanda del servicio de intermediación, a las A.F.P. deben agregarse otros inversionistas institucionales, principalmente del sector previsional, hecho que no alteraría la tipificación del mercado que ya se ha sugerido.

3.4. Desde el punto de vista del volumen de operaciones, el mercado de I.R.F., el único en el cual intervienen las A.F.P., representó, en el año 1983, el 60,66% del total de valores transados en Bolsa, y en el año 1984, el 59,25% de ese mismo total.

En cifras absolutas, para apreciar mejor la importancia del mercado de I.R.F., se transaron, en 1984, \$ 5.079.060.000 en acciones, y en el mismo período se transaron \$ 107.133.299.000 en I.R.F.

En el caso que interesa, el Instituto de Normalización Previsional llamó a una licitación para la intermediación de, aproximadamente, \$ 1.800.000.000 en I.R.F.

A juicio de la Bolsa, las cifras transcritas tienen importancia en la demostración de que el mercado de I.R.F. ha logrado magnitudes considerables, y que, por lo mismo, la captación de segmentos significativos de ese mercado puede representar para las firmas de Corredores un monto de consideración tanto en la prestación de servicios como en los ingresos percibidos.

3.5. Por las características del mercado, tiende a producirse una gran similitud en el valor de las comisiones. El costo de intermediación no presenta, aún, grandes variaciones de una oficina de Corredores a otro, y, por otra parte, no tiene sentido ni resulta posible que se den grandes variaciones en las tasas de comisiones. Una desviación importante, en alza, impide la entrada del Corredor, y de hecho las variaciones mínimas que se han podido apreciar, representan el margen tolerable por concepto de confianza o calidad del servicio.

Si se acepta que los costos son similares, es difícil que se produzca una desviación, en baja, de consideración. Por lo mismo, la tendencia a la baja de las comisiones sólo tiene explicación en el afán de conservar o mantener la participación en el referido mercado y, en ningún caso, podría relacionarse con mejoramiento del servicio, mayor eficiencia o reducción sustancial en los costos.

Hay antecedentes, dados a las A.F.P. por los propios Corredores, que demuestran que las tasas demasiado reduci-

das, en un momento producirían en ciertas oficinas pérdidas operacionales.

Lo expuesto, a juicio de la Bolsa, sugiere, de manera clara que una tasa 0 de comisión no puede ser representativa de mayor eficiencia, y que como conducta económica racional sólo se puede inscribir en una estrategia de mercado de desplazamiento de otros competidores.

La tasa 0 de comisión implica, por definición, pérdida operacional y, como corolario, sugiere que el servicio de intermediación prestado se financia con recursos ajenos.

4.- A lo anterior cabe agregar las siguientes consideraciones de orden legal que señala el Directorio de la Bolsa:

4.1. El artículo 66 de la Ley N°18.045 dispone que "las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación de valores serán libres", con lo cual, implícitamente, se afirma que la intermediación es remunerada.

4.2. Conforme a la misma Ley N°18.045, los Corredores de Bolsa y demás intermediarios de valores deben cumplir con determinadas exigencias técnicas, de solvencia y patrimoniales. Específicamente, se les exige un patrimonio mínimo de 6.000 Unidades de Fomento o de 14.000 Unidades de Fomento, según si los Corredores operan o no por cuenta propia.

Naturalmente que la mantención de un patrimonio mínimo requiere que los servicios de intermediación sean efectivamente remunerados.

4.3. Los Estatutos de la Bolsa de Comercio de Santiago, autorizan al Directorio para ordenar la suspensión de las actividades de un Corredor en situaciones de riesgo patrimonial, (artículo 28, letra f) y para cancelar la calidad de tal (artículo 31, letra d) en casos de extrema insolvencia.

4.4. Si la ley supone que se trata de un servicio remunerado, debe analizarse el alcance de ese supuesto y cómo se le da cumplimiento.

Desde luego, conforme al Diccionario de la Lengua Española, "remunerar" significa "recompensar", e implícitamente, por un "beneficio recibido". En la intermediación de valores, el beneficio que recibe el comitente es, justamente, la intermediación, la realización de las correspondientes operaciones bursátiles y, la "recompensa" por ese beneficio es la comisión. En el mismo Diccionario, "recompensar" tiene la acepción de "retribuir o remunerar un servicio".

La comisión que cobra el Corredor está gravada, desde el punto de vista tributario, por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), y de acuerdo con lo dispuesto por el Decreto Ley N°825, "servicio", para los efectos de esa legislación, es "la acción o prestación que una persona realiza por otra y por la cual percibe un interés, prima, comisión o cualquiera otra forma de remuneración"....(artículo 2º, N°2). Es decir, también en el criterio de la legislación tributaria, el servicio prestado implica o conlleva una remuneración.

En este orden de ideas, la compensación o retribución por el servicio prestado, esto es, la comisión, ha de retribuir, a lo menos, el costo del servicio y, con seguridad, una utilidad prudente.

4.5. Si se desea evitar una competencia depredadora, un virtual desmoronamiento del sistema mismo de cobro de comisiones y de prestación de servicios de intermediación de valores, los Corredores, en resguardo incluso de su propia estabilidad patrimonial y subsistencia, deben cobrar comisiones que digan relación con sus costos, salvo situaciones excepcionales y de promoción, y con una utilidad prudencial. Lo contrario implica competencia desleal, reprochable desde el punto de vista del Decreto Ley N° 211, pues constituiría un arbitrio destinado a eliminar la competencia.

El Directorio de la Bolsa entiende que, por disposición legal, tiene la obligación de fiscalizar el comportamiento

de los Corredores en el mercado, y esa obligación incluye la observación y atento estudio de las operaciones de Bolsa que realizan los Corredores y el cobro de comisiones.

En ejercicio de esas facultades, no podría aceptar conductas desleales o de abuso de una posición de privilegio en el mercado. A juicio del Directorio, el cobro de comisión con tasa 0 constituye una práctica desleal y reprochable, en virtud de lo dispuesto en el Decreto Ley N°211, así como por aplicación de la Ley de Valores (artículo 43, letra c)

Finalmente, el Directorio de la Bolsa de Comercio pide se tenga por formulada su consulta sobre la procedencia y legitimidad de que sus Corredores no cobren comisiones por sus funciones de intermediación, haciendo presente que, no obstante que ese Directorio no acepta esta conducta por estimar que atenta contra las normas de ética comercial y las disposiciones legales aplicables, adoptará los acuerdos y tomará las medidas pertinentes, al tenor del dictamen que emita esta Comisión.

5.- En respuesta a la petición de informe que se formuló al Corredor de la Bolsa Tanner y Cía. S.A. sobre las razones que tuvo para cobrar cero de comisión, expresó que el volumen con que opera en la Bolsa la Caja de Empleados Particulares le facilita su presentación a cualquiera otra licitación, y que el solo hecho de transar volúmenes importantes en instrumentos de Renta Fija le ayuda a captar nuevos clientes institucionales.

6.- Consultado el Instituto de Normalización Previsional, expresó que adjudicó la licitación a Tanner y Cía. S.A., por razones exclusivamente de conveniencia para la Caja de Previsión, puesto que no existía impedimento para desestimar la oferta presentada y también a la sociedad Julio Ureta y Cía. Ltda., y que las ofertas se canalizarán con idénticos criterios para ambas sociedades, es decir, semejantes niveles de montos por tipo de instrumentos, iguales precios y demás condiciones, y que las ventas efectivas que haga cada Corredor serán, en definitiva, las que determine el mercado.

7.- Se solicitó, además, otros antecedentes de la Bolsa de Comercio, los que han permitido determinar los siguientes hechos:

a) En el año 1984 se transó en la Bolsa la suma de \$ 186.207.047.000 en Instrumentos de Renta Fija, correspondiéndole a cada uno de los Corredores que se mencionan los siguientes 10 primeros porcentajes de dicho monto total:

-	Larraín Vial S.A.	25,420%
-	Tanner y Cía. S.A.	13,900%
-	Ugarte y Cía.	13,012%
-	Transcorp S.A.	11,622%
-	Larraguibel, Munita y Cía.	10,278%
-	Ureta y Bianchi y Cía.	5,766%
-	Cía.Chilena Inversiones Ltda.	4,716%
-	Enrique y Nelson Lavín y Cía.	3,175%
-	Julio Ureta y Cía.	2,780%
-	Forteza y Cía.	1,983%

Los demás Corredores han participado en este mercado, pero sus porcentajes son inferiores al último guarismo indicado.

8.- El promedio de las comisiones cobradas por estos diez Corredores, por los Instrumentos de Renta Fija, durante el año 1984, ha sido el siguiente:

-	Larraín Vial S.A.	0,06%
-	Tanner y Cía. S.A.	0,03%
-	Ugarte y Cía. S.A.	0,04%
-	Transcorp S.A.	0,05%
-	Larraguibel, Munita y Cía.	0,05%
-	Ureta y Bianchi y Cía.	0,05%
-	Cía.Chilena Inversiones Ltda.	0,06%
-	Enrique y Nelson Lavín y Cía.	0,04%
-	Julio Ureta y Cía.	0,03%
-	Forteza y Cía.	0,06%

Estos promedios de comisión equivalen a lo ganado por los Corredores durante el año 1984, por su participación en el corretaje de los Instrumentos de Renta Fija. Aparte de lo efectivamente ganado, el Corredor le cobra a sus clientes el 0,018% que equivale al derecho de Bolsa más IVA.

9.- Otros antecedentes obtenidos por la Fiscalía han permitido determinar que Tanner y Cía. S.A. tuvo el siguiente resultado operacional durante el año 1984:

INGRESOS OPERACIONALES	\$ 20.558.000
COSTOS OPERACIONALES	\$ 18.764.000
RESULTADO NETO OPERACION	\$ 1.794.000

10.- La Ley N°18.045 (Ley de Mercado de Valores), publicada en el Diario Oficial el 22 de Octubre de 1981, reglamenta las Bolsas de Valores y los Corredores de Bolsa.

Los preceptos que dicen relación con la presente consulta disponen lo siguiente:

"Artículo 26 letra d):

Para ser inscrito en el Registro de Corredores de Bolsa, los interesados deberán acreditar, a satisfacción de la Superintendencia, lo siguiente....d) Mantener permanentemente un patrimonio mínimo de 6.000 U.F. para desempeñar la función de Corredor de Bolsa y de 14.000 U.F. cuando actúen por cuenta propia".

"Artículo 39:

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, ordenado y transparente".

"Artículo 43 letra c):

Para desarrollar su objeto, las Bolsas de Valores, a lo menos, deberán..... c) Velar por el estricto cumplimiento por parte de sus miembros de los más elevados principios de ética comercial y de todas las disposiciones legales y reglamentarias que les sean aplicables".

"Artículo 66:

Las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación de valores serán libres".

11.- Conjuntamente con las disposiciones de la Ley N°18.045, los Corredores de la Bolsa de Comercio, se rigen por los Estatutos, aprobados por la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 30 de Noviembre de 1982 y aprobados por la Resolución N°200, del 23 de Diciembre de 1982, de la Superintendencia de Valores y Seguros.

En dichos Estatutos se prescribe: para postular como Corredor se requiere presentar una solicitud dirigida al Presidente de la Bolsa, en la que se compromete a observar estrictamente estos Estatutos y los Reglamentos de la Bolsa y a desempeñar sus funciones con lealtad (artículo 9º, N°6); la suspensión de las actividades de Corredor se aplicará si la situación patrimonial de Corredor hiciere temer que, a pesar de las garantías constituidas, no estuviere en condiciones de pagar sus deudas (artículo 28, letra f); la pérdida de la calidad de Corredor se aplicará si cayere en notoria insolvencia (artículo 31, letra d).

12.- Esta Comisión creyó necesario escuchar a la denunciada. El representante de Tanner y Cía. S.A., expresó que si bien es cierto que no percibe ingreso alguno al fijar una comisión del 0,018%, con la cual se adjudicó la licitación, por otra parte puede percibir comisión del cliente comprador y, en el hecho, la percibe. Posteriormente, esta afirmación se reiteró por escrito.

13.- La Comisión oyó, también, una exposición oral del abogado de la Bolsa, señor Eduardo Trucco B., en la audiencia del 28 de Noviembre de 1985.

14.- En cuanto al contrato que celebró Tanner y Cía. con la Caja de Previsión de Empleados Particulares, una vez adjudicada la licitación, él no contiene ninguna cláusula que impida a Tanner y Cía. vender por cuenta propia, y no en rueda, los instrumentos de renta fija.

Esta venta fuera de rueda permite obtener ingresos al transar los documentos o valores entregados por la Caja, siste

ma que consiste en que los instrumentos son vendidos a clientes del mismo corredor, por lo que percibe una comisión en la venta, lo que no ocurre al ser adquiridos en remate por otro corredor.

15.- Asimismo, la Unidad de Ingeniería de la Fiscalía Nacional Económica emitió un informe del cual se desprende que Tanner y Cía. habría tenido ingresos en las operaciones correspondientes a los instrumentos licitados por la Caja de Previsión de Empleados Particulares y que atendido el volumen de sus negocios esta intermediación no le representa un costo adicional significativo.

16.- Por lo expuesto, esta Comisión es de parecer que en el caso específico que se ha analizado, la conducta de Tanner y Cía. S.A. de oponerse a la licitación mencionada, sin cobrar comisión por sus servicios, no ha tenido por objeto desplazar del mercado a otros corredores, de modo que no contraviene las disposiciones del Decreto Ley N°211, de 1973.

Notifíquese el presente dictamen al señor Presidente de la Bolsa de Comercio de Santiago, a Tanner y Cía. S.A., y al señor Fiscal Nacional Económico.

Transcríbese al señor Superintendente de Valores y Seguros y al señor Director del Instituto de Normalización Previsional.

El presente dictamen fue acordado en sesión del 28 de Noviembre de 1985, por la unanimidad de los miembros presentes señores Octavio Navarrete Rojas, Gonzalo Sepúlveda Campos, Arturo Yrarrázaval Covarrubias, Iván Yáñez Pérez y Mario Guzmán Ossa.

The bottom of the page contains several handwritten signatures and initials. On the left, there is a large, stylized signature that appears to be 'Octavio Navarrete'. To its right is a smaller signature, possibly 'Gonzalo Sepúlveda'. Below these are several other marks, including a signature that looks like 'Arturo Yrarrázaval' and another that looks like 'Iván Yáñez'. At the bottom right, there is a large, wavy signature that appears to be 'Mario Guzmán Ossa'. There are also some scribbles and lines scattered around these signatures.