





# RESEÑA LEGISLATIVA

ANÁLISIS, COMENTARIOS Y OPINIÓN DE LYD A PROYECTOS DE LEY INGRESADOS AL CONGRESO

## RESPONSABILIDAD DE LOS AGENTES DEL MERCADO

Boletín N° 10.162-05

**RESEÑA LEGISLATIVA**  
es una publicación de **LIBERTAD Y DESARROLLO**

**DIRECTOR RESPONSABLE:**

Luis Larraín A.

**EDITOR:** Pablo Kangiser G.

**DIRECCIÓN:** Alcántara 498, Las Condes, Santiago, Chile.

**1370**  
**7 MARZO 2019**

# RESEÑA LEGISLATIVA

ANÁLISIS, COMENTARIOS Y OPINIÓN DE LYD A PROYECTOS DE LEY INGRESADOS AL CONGRESO

**1370**

**7 MARZO 2019**

## RESPONSABILIDAD DE LOS AGENTES DEL MERCADO

Boletín 10.162-05

## ÍNDICE

I DESCRIPCIÓN	3
II OPINIÓN EJECUTIVA DE LYD	4
III CONTENIDO DEL PROYECTO DE LEY	6
IV COMENTARIOS DE MÉRITO EN GENERAL	10
V HIPERVÍNCULO AL PROYECTO DE LEY	19

## I DESCRIPCIÓN

BOLETÍN N° 10.162-05

### RESPONSABILIDAD DE LOS AGENTES DEL MERCADO

#### REFERENCIA

---

Modifica las leyes 18.045 y 18.046 para establecer nuevas exigencias de transparencia y responsabilidades de los agentes de valores. Texto aprobado por la Comisión de Hacienda del Senado.

#### INICIATIVA

---

Mensaje presidencial

#### ORIGEN

---

Senado

#### MINISTERIOS

---

De Hacienda

#### INGRESO

---

01 de julio de 2015

#### ARTICULADO

---

6 artículos permanentes y 7 transitorios

## II OPINIÓN EJECUTIVA DE LYD

### RESPONSABILIDAD DE LOS AGENTES DEL MERCADO

El proyecto de ley que modifica las leyes N° 18.045 (“Ley de Mercado de Valores” o “LMV”) y 18.046 (“Ley de Sociedades Anónimas” o “LSA”) para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados ha experimentado importantes cambios durante su tramitación legislativa. Dichas modificaciones fueron incorporadas por el Ejecutivo a través de una indicación sustitutiva, cuyo contenido fue aprobado por unanimidad en la Comisión de Hacienda del Senado el día 15 de enero del 2019.

La iniciativa original que data del año 2015, aún en primer trámite constitucional y a la espera de su votación en la Sala del Senado, tenía como objetivo intensificar la fiscalización y profundizar la observancia de la ley a través del aumento de sanciones. Ésta se enmarcaba en la “Agenda de Probidad y Transparencia” impulsada por la administración de la ex Presidenta Bachelet, siendo un proyecto de ley de extensión acotada. El contenido y la opinión de la iniciativa original fue desarrollada por Libertad y Desarrollo en la Reseña N° 1.199 del 7 de agosto de 2015.

La indicación sustitutiva impulsada por el actual Ejecutivo aborda, en cambio, una serie de materias de diferente naturaleza tales como la facultad que tendrá la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF” o “Comisión”) para establecer requisitos de gestión de riesgos a los corredores de bolsa y agentes de valores, la extensión del delito de manipulación de precios para toda acción que tenga por objeto manipular los precios y no solamente las transacciones, modificaciones en lo referente a las operaciones con partes relacionadas, la creación de un texto autónomo de asesorías de inversión, modificaciones al Decreto Ley N° 3.500 que establece el Sistema de Pensiones, entre otras materias.

No obstante la amplitud y diversidad de materias abordadas, el aspecto que ha suscitado un debate más profundo y de mayor relevancia para el mercado de capitales ha sido el

---

LA INTERCONEXIÓN AUTOMÁTICA Y VINCULANTE QUE SE PROPONE EN LA INICIATIVA ES COHERENTE CON LAS RECOMENDACIONES EFECTUADAS TANTO POR EL TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA ("TDLC") COMO POR LA FISCALÍA NACIONAL ECONÓMICA ("FNE").

relativo a la interconexión de las diferentes bolsas de valores, el cual será abordado con mayor detalle en esta reseña. En concreto, la modificación legal propuesta faculta a la CMF para hacer efectiva la interconexión de las bolsas, resguardando la libre competencia y haciendo efectivo el principio de la mejor ejecución de la orden.

En general, se trata de un proyecto bien orientado, cuyos objetivos -que dicen relación con otorgar mayor protección a los inversionistas minoritarios, mejorar la fiscalización sobre las entidades que ofrecen productos y servicios de inversión y otorgar mayor transparencia al mercado de valores- están en sintonía con el anhelo de convertir a Chile en un centro financiero global. La interconexión automática y vinculante que se propone en la iniciativa es coherente con las recomendaciones efectuadas tanto por el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia ("TDLC") como por la Fiscalía Nacional Económica ("FNE"), sin perjuicio que estimamos que durante el debate del proyecto de ley debieran aportarse mayores antecedentes sobre si la mayor regulación asociada y las normas que dictará la CMF para efectos de la interconexión se justifican o se condicen con la magnitud del problema a ser resuelto, o si implicarán una posible sobrerregulación para abordar un problema cuya magnitud pudiera ser debatible.

## III CONTENIDO DEL PROYECTO DE LEY

RESPONSABILIDAD DE LOS  
AGENTES DEL MERCADO

El contenido se limitará a los distintos aspectos abordados en la indicación sustitutiva presentada por el Ejecutivo, toda vez que en la primera reseña del proyecto se abordó el contenido original.

### • Modificaciones a la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores

**Interconexión de las Bolsas de Valores:** el proyecto obliga a la interconexión de las bolsas y faculta a la CMF para que, con el objeto de resguardar la seguridad de las operaciones y la efectiva interconexión, regule el mecanismo de interconexión. Asimismo, se faculta a la CMF para que, en caso que considere que una o más condiciones establecidas en el reglamento de una bolsa de valores sean discriminatorias o afecten la libre competencia, rechace la solicitud de aprobación de dicha reglamentación. Para estos efectos, la CMF podrá requerir un informe técnico de la FNE, institución que tendrá un plazo de 90 días para remitirlo. Con todo, en caso de rechazar el reglamento, deberá otorgar un plazo prudente para que la bolsa respectiva subsane las observaciones de la CMF. Será la CMF quien establecerá, mediante norma de carácter general, los sistemas de negociación que deberán interconectarse de manera vinculante.

**Corredores de Bolsa y Agentes de Valores:** incorpora la gestión de riesgos como requisito que deben cumplir los corredores de bolsa y agentes de valores. Dicha gestión de riesgos -junto a la solvencia patrimonial requerida- será establecida por la CMF mediante normas de aplicación general.

**Manipulación de precios:** se establece que es contraria a la Ley de Mercado Valores la manipulación de precios, señalando que se considera por tal aquella acción efectuada con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de valores de oferta pública (se extiende su alcance en comparación con la norma vigente). Asimismo, se establece que quedarán exceptuadas de la prohibición aquellas actuaciones que tengan por objeto fomentar la liquidez o profundidad del mercado, en la medida que cumplan con los requisitos que establezca la CMF (la norma vigente establece

como excepción únicamente las ofertas públicas de valores nuevos o de valores anteriormente emitidos y que no han sido objeto de oferta pública, siempre que cumplan con las reglas establecidas por el regulador).

**Entrega de información falsa al mercado:** se establece que incurrirán en delito los socios de empresas de auditoría externa que de forma maliciosa emitan un dictamen o entreguen información falsa sobre la situación financiera u otras materias sobre las que hubieren emitido opinión, certificación, dictamen o informe, respecto de entidades sujetas a la fiscalización de la Comisión. Al incurrir en el delito descrito, los socios sancionados sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo. Además, se extiende la responsabilidad a los ejecutivos principales (actualmente incluye directores, administradores y gerentes) de emisores de valores de oferta pública, de bolsa de valores o de un intermediario de valores que entregue información falsa. Finalmente, se aumentan las sanciones para quienes mientan sobre la situación financiera de un emisor o intermediario de valores, velando por la integridad del mercado.

**Transacciones de valores de empresas que estén en insolvencia:** la norma vigente establece que no podrá hacerse oferta pública de valores por emisores que se encuentren en estado de insolvencia. Asimismo, está establecido que deberá suspenderse la emisión de valores de oferta pública desde que el emisor cae en estado de insolvencia. El proyecto conserva lo descrito anteriormente y establece una presunción cuyo objeto es determinar cuándo un emisor ha caído en un estado de insolvencia (estableciéndose como hecho crucial el inicio de un proceso concursal de liquidación). Asimismo, se precisa qué se entiende por “administradores”, señalando que comprende a directores, administradores y ejecutivos principales.

**FACULTA A LA CMF PARA ESTABLECER REQUISITOS RELACIONADOS A LA ENTREGA DE INFORMACIÓN QUE SE ENTREGUE TANTO A LOS INVERSIONISTAS COMO AL PÚBLICO GENERAL Y QUE CONTENGA RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN O QUE IMPLIQUE LA DEFINICIÓN DE PRECIOS OBJETIVOS.**

**Empresas de Auditoría Externa:** se establece que sufrirán la pena de presidio menor en cualquiera de sus grados a quienes actúen como empresas de auditoría externa sin estar inscritos en los registros que exige la Ley de Mercado de Valores o cuya inscripción hubiere sido suspendida o cancelada. Asimismo, se establece que serán sancionados los socios, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición en empresas de auditoría externa tenga acceso a información reservada de emisores y revele el contenido de dicha información a terceros.

**Recomendaciones de inversión en valores de oferta pública:** se faculta a la CMF para establecer requisitos relacionados a la entrega de información que se entregue tanto a los inversionistas como al público general y que contenga recomendaciones de inversión o que implique la definición de precios objetivos. Dichos requisitos deberán ser establecidos mediante una norma de carácter general.



## • Modificaciones a la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas

**Directores independientes:** se faculta a la CMF para establecer, mediante norma de carácter general, los requisitos y condiciones que deben cumplir los directores para ser considerados como directores independientes. Además, se mantiene lo establecido respecto al director independiente al que le afecte una inhabilidad sobreviniente para desempeñar su cargo (cesará automáticamente en su cargo). Asimismo, se elimina la posibilidad de que un director independiente pueda ser nombrado, o mantener su cargo, si tiene una relación que pueda afectar su autonomía respecto de la sociedad, las demás sociedades del grupo, su controlador o ejecutivos principales. Finalmente, se establece que el Comité de Directores deberá proponer al directorio una política general de manejo de conflictos de interés y pronunciarse acerca de las políticas generales de habitualidad (operaciones con partes relacionadas).

**Sociedades Filiales:** se faculta a la CMF a requerir a las filiales de una sociedad anónima abierta la información que considere pertinente para efectos de fiscalizar el cumplimiento de la Ley de Sociedades Anónimas. El incumplimiento en la entrega de la información requerida podrá ser sancionado. Adicionalmente, se establece un deber al directorio de las sociedades matrices fiscalizadas por la CMF, relacionado al establecimiento y difusión de una política general de elección de directores en sus sociedades filiales.

### Creación de un texto autónomo para regular las asesorías de inversión:

el proyecto define la asesoría de inversión como la prestación, por cualquier medio, de servicios o la oferta de productos al público general o a sectores específicos de él, relacionados con la inversión en instrumentos financieros de cualquier especie. Quienes presten asesorías de inversión quedarán sometidos a la fiscalización de la CMF y deberán inscribirse en un registro que será llevado por el regulador. Así, solo podrán prestar servicios en la medida que se encuentren registrados en él. La información que los asesores entreguen al público y que contenga recomendaciones de inversión deberá cumplir con los requisitos que establezca la CMF. Finalmente, se establecen sanciones para quienes presten asesorías de inversión de manera habitual sin estar inscritos en el Registro mencionado anteriormente (o cuya inscripción hubiere sido suspendida o cancelada) y a quienes difundan información falsa o tendenciosa (aun cuando no persigan con ello obtener ventajas para sí o terceros).

SE ESTABLECE UN DEBER AL DIRECTORIO DE LAS SOCIEDADES MATRICES FISCALIZADAS POR LA CMF, RELACIONADO AL ESTABLECIMIENTO Y DIFUSIÓN DE UNA POLÍTICA GENERAL DE ELECCIÓN DE DIRECTORES EN SUS SOCIEDADES FILIALES.

## • Modificaciones al Decreto Ley 3.500 que establece el Sistema de Pensiones

**Asesoría previsional masiva:** se amplía el objeto de la asesoría previsional incluyéndose las recomendaciones no personalizadas o realizadas al público o a sectores específicos de él. Las referidas asesorías quedarán bajo la fiscalización de la Superintendencia de Pensiones y tienen como objeto resguardar la fe pública y proteger a los inversionistas.

**Asesores previsionales:** se establece que el Registro de Asesores Previsionales deberá ser mantenido exclusivamente por la Superintendencia de Pensiones (en la actualidad es deber de la CMF y de la referida Superintendencia). Adicionalmente, se incorpora la facultad de la Superintendencia de Pensiones de establecer requisitos diferenciados para los asesores

previsionales o entidades de asesoría previsional, en atención al tipo de asesoría que presten. Se extiende la constitución de una garantía al otorgamiento de una boleta bancaria (en la actualidad solo se puede contratar una póliza de seguros) para responder del correcto y cabal cumplimiento de las obligaciones. La Superintendencia de Pensiones, de acuerdo a lo establecido por una norma de carácter general, será

quien determine el monto que no podrá ser menor a 500 Unidades de Fomento (UF) ni mayor a 60.000 UF. Por otra parte, se reducen los honorarios de un 2% a un 1,5% de los fondos de la cuenta de capitalización individual (excluyendo aquellos susceptibles de ser retirados como excedentes de libre disposición), con un tope de 60 UF, entre otras materias.

## • Modificaciones al Decreto con Fuerza de Ley N° 251

Se establece que los agentes de venta de rentas vitalicias deberán ser inscritos por la compañía de seguros a la que pertenezcan en un registro especial elaborado por la CMF. Asimismo, se establece que -tanto para la inscripción como para la mantención en el registro- los agentes deberán cumplir con ciertos requisitos. En caso de que un agente deje de cumplir con los requisitos o deje de prestar servicios a una compañía de seguros, serán eliminados del registro.

**SE ESTABLECE QUE LOS AGENTES DE VENTA DE RENTAS VITALICIAS DEBERÁN SER INSCRITOS POR LA COMPAÑÍA DE SEGUROS A LA QUE PERTENEZCAN EN UN REGISTRO ESPECIAL ELABORADO POR LA CMF.**

## • Modificaciones a la Ley N° 19.913 que crea la Unidad de Análisis Financiero ("UAF")

Se faculta a la UAF a realizar una supervisión basada en riesgos de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Para ello, podrá requerir antecedentes y aprobar matrices de riesgos generales para ciertos sectores económicos. Respecto a la prescripción de los actos administrativos, se establece que la UAF podrá iniciar procesos sancionatorios hasta 3 años después de cometidas las infracciones leves y hasta 5 años para los hechos u omisiones constitutivos de infracciones menos graves y graves. Finalmente, se establece como un delito base para el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo la invasión al giro bancario, al incorporar el inciso primero del artículo 39 de la Ley de Bancos -que establece que ninguna persona natural o jurídica que no hubiere sido autorizada para ello por ley, podrá dedicarse a un giro que, en conformidad a la presente, corresponda a las empresas bancarias y,

en especial, a captar o recibir en forma habitual dinero del público, ya sea en depósito, mutuo o en cualquiera otra forma- dentro de las causales que permiten a la UAF sancionar determinadas conductas de la Ley N° 19.913.

## IV COMENTARIOS DE MÉRITO EN GENERAL

RESPONSABILIDAD DE LOS  
AGENTES DEL MERCADO

### I. MODELOS DE MERCADO BURSÁTIL Y MARCO NORMATIVO APLICABLE EN CHILE

La CMF<sup>1</sup> define a las bolsas de valores como aquellas entidades que tienen como objeto principal proveer a sus miembros (los corredores de bolsa) la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores. La existencia de las bolsas de valores y de intermediarios es esencial para el desarrollo de los mercados de capitales. Como indica Ignacio Cuevas<sup>2</sup> su importancia radica en que *“permite unificar el mercado, reduciendo costos de búsqueda, estandarizando mecanismos de transacción y reduciendo riesgos por incumplimiento de obligaciones de entrega y pagos involucrados en la compra-venta de valores”*.<sup>3</sup>

Para efectos de entender las implicancias de la interconexión obligatoria, es relevante señalar que existen dos modelos de mercados bursátiles. Por una parte, se encuentra aquel sistema en que existe una única bolsa en la que se transan la totalidad de las acciones, siendo el rol del Estado acotado y limitado a regular su funcionamiento. Y por otra, está el sistema de bolsas integradas, donde existen varias bolsas y se privilegia la competencia. Chile, al igual que otros países, ha optado por el sistema integrado de bolsas que compiten entre sí.

**Y POR OTRA, ESTÁ EL SISTEMA DE BOLSAS INTEGRADAS, DONDE EXISTEN VARIAS BOLSAS Y SE PRIVILEGIA LA COMPETENCIA. CHILE, AL IGUAL QUE OTROS PAÍSES, HA OPTADO POR EL SISTEMA INTEGRADO DE BOLSAS QUE COMPITEN ENTRE SÍ.**

El marco normativo de las bolsas de valores se encuentra en el Título VII<sup>4</sup> de la Ley de Mercado de Valores -cuyo objeto es velar por la existencia de un mercado de valores competitivo y unificado-, los reglamentos de cada una de las bolsas y la normativa emitida por la Comisión para el Mercado Financiero.

### II. ANTECEDENTES

Tras más de 15 años de intensa discusión, la interconexión efectiva -con calce vinculante y automático- de las bolsas de valores podría ser una realidad tras la aprobación de una indicación sustitutiva del actual Ejecutivo en el proyecto de ley en comento.

1. <http://www.cmfchile.cl/educa/602/w3-article-578.html>

2. Economista de la Universidad de Chile.

3. “Bolsas de Valores en Chile: descripción del mercado e implicancias teóricas de la interconexión del mercado bursátil” (2015), página 10.

4. Artículo 38 y siguientes.

SIN EMBARGO, LA AUTORREGULACIÓN DE LAS BOLSAS NO CONSIGUIÓ EL OBJETIVO BUSCADO POR EL REGULADOR, TODA VEZ QUE EL ACUERDO NO GENERÓ UNA RELACIÓN VINCULANTE, MANTENIÉNDOSE EN LA ACTUALIDAD EL CARÁCTER DE VOLUNTARIO DE LAS OPERACIONES INTERBOLSAS .

DEL EXAMEN DEL CONTENIDO DEL ACTUAL ARTÍCULO 44 BIS DE LA LMV RESULTA EVIDENTE LA LIMITACIÓN DEL REGULADOR PARA FORZAR LA INTERCONEXIÓN VINCULANTE.

El 1 de enero de 2004, la Superintendencia de Valores y Seguros ("SVS")<sup>5</sup> -después de la revisión de reglamentos, sistemas de negociaciones y demás procedimientos que aplican las bolsas de valores- instruyó lo siguiente:

- **Mejor ejecución de órdenes en sistemas de negociación bursátil:** la SVS solicitó a las bolsas establecer un sistema de intercambio de información (en tiempo real), que permitiera a las bolsas y a los corredores conocer en todo momento los mejores precios ofertados en los diferentes centros bursátiles, así como la información que debía entregar el corredor de bolsa a los inversionistas finales que operan por su intermedio, sobre la circunstancia en que sus órdenes fueron o no ejecutadas.

- **Operaciones interbolsa:** señaló que son las bolsas de valores las entidades que deben convenir sistemas que no solo permitan la realización de operaciones entre corredores miembros de distintas bolsas, sino que además aseguren que por medio de éstas se dé la mejor ejecución de las órdenes de los clientes.

Así las cosas, la SVS dispuso un plazo de 15 días hábiles para que las bolsas de valores informaran a la SVS sobre un plan de trabajo conjunto para dar cumplimiento a lo dispuesto en el mencionado oficio circular. Ante esto, el año 2005 las bolsas de valores acordaron el intercambio de información y establecieron procedimientos para las operaciones interbolsas. Sin embargo, la autorregulación de las bolsas no consiguió el objetivo buscado por el regulador, toda vez que el acuerdo no generó una relación vinculante, manteniéndose en la actualidad el carácter de voluntario de las operaciones interbolsas<sup>6</sup>.

Si bien la legislación vigente dispone que las bolsas han de convenir en sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos; uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes e instando por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente, dicha normativa ha sido insuficiente para materializar la interconexión obligatoria. Del examen del contenido del actual artículo 44 bis de la LMV<sup>7</sup> resulta evidente la limitación del regulador para forzar la interconexión vinculante.

5. Mediante el Oficio Circular N° 253. La Superintendencia de Valores y Seguros fue reemplazada por la Comisión para el Mercado Financiero  
6. "Bolsas de Valores en Chile: Descripción del mercado e implicancias teóricas de la interconexión del Mercado Bursátil" (2015), Ignacio Cuevas. Página 37.  
7. Artículo 44 bis LMV: "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.

ATENDIDA LA INVESTIGACIÓN REALIZADA POR LA FISCALÍA, ÉSTA IDENTIFICÓ DOS PROBLEMAS RELATIVOS A LA FALTA DE COMPETENCIA EN EL MERCADO, LOS QUE NO PERMITIRÍAN LA PROMOCIÓN DE CONDUCTAS ÓPTIMAS EN EL MERCADO DE VALORES: (I) LA FRAGMENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES; Y, (II) LA MUTUALIZACIÓN.

LA FNE ESTIMÓ QUE UNO DE LOS MECANISMOS PARA EQUILIBRAR LA COMPETENCIA ENTRE LAS BOLSAS SERÍA LA INTERCONEXIÓN DE SUS RUEDAS, LA QUE PERMITIRÍA QUE UNA ORDEN SEA CALZADA CON LA MEJOR ORDEN CONTRARIA DISPONIBLE EN EL MERCADO, CON INDEPENDENCIA DE LA BOLSA EN QUE CADA UNA DE ELLAS HUBIERA SIDO INGRESADA.

### III. ARGUMENTOS DE LAS AUTORIDADES DE LIBRE COMPETENCIA

#### A. FISCALÍA NACIONAL ECONÓMICA

El día 20 de febrero del 2015, la FNE realizó una solicitud al TDLC<sup>8</sup>, con el objeto de que el referido Tribunal sugiriera al Presidente de la República normas que pudieran eliminar los obstáculos que impedían la interconexión efectiva de bolsas, en aras de promover mayor competencia en el mercado. En opinión de la FNE,

la falta de conexión entre las tres bolsas existentes en la época de elaboración del informe<sup>9</sup> sería perjudicial para los inversionistas.

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

Sobre el primer problema, la FNE recalcó que si bien la ley permitiría la existencia de múltiples bolsas de valores, generando competencia entre ellas, también produciría fragmentación, la que (i) conllevaría a una reducción en la liquidez de cada uno de los mercados individuales; (ii) aparejaría una barrera de entrada para nuevas bolsas<sup>10</sup>; (iii) entorpecería el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes; y, (iv) afectaría la correcta formación de los precios y, consecuentemente, los flujos de información para la eficiente asignación de los recursos.

Así las cosas, la FNE estimó que uno de los mecanismos para equilibrar la competencia entre las bolsas sería la interconexión de sus ruedas, la que permitiría que una orden sea calzada con la mejor orden contraria disponible en el mercado, con independencia de la bolsa en que cada una de ellas hubiera sido ingresada.

En este sentido, según la Fiscalía el artículo 44 bis de la Ley de Mercado de Valores indicaría que las bolsas “convendrán” los procedimientos que sean necesarios para que se realicen operaciones entre corredores de distintas bolsas, pero sin establecer qué sistema debían convenir ni cómo se convendría<sup>11</sup>.

8. En virtud de la facultad conferida en el artículo 18 N° 4 del Decreto Ley N° 211.

9. Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), Bolsa Electrónica de Comercio (BEC) y Bolsa de Valparaíso (BoValpo). En la actualidad, solo continúan operando las dos primeras.

10. George Joseph Stigler define barrera de entrada como “cualquier costo que tiene que asumir un entrante al ingresar a un mercado y que no asumieron las empresas que están actualmente establecidas en la industria”.

11. “Proposición de modificación normativa N° 18/2016 sobre intermediación de valores”. Números 7 a 9. Disponible en: [http://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2016/03/propo\\_18\\_2016.pdf](http://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2016/03/propo_18_2016.pdf)

## LAS RECOMENDACIONES FUERON ACORDADAS CON EL VOTO EN CONTRA DE LA MINISTRA SRA. DOMPER. QUE NO EXISTE UNA CONVICCIÓN DE QUE LA FRAGMENTACIÓN IMPLIQUE UN PROBLEMA QUE ATENTE CONTRA LA LIBRE COMPETENCIA.

### B. TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA LIBRE COMPETENCIA

El año 2015, el TDLC abrió un expediente de recomendación normativa cuyo objeto era avanzar en mejoras que requieran las plazas bursátiles nacionales e introducir una mayor competencia en la referida industria.

Dicho expediente derivó en un informe denominado “Proposición de modificación normativa N° 18/2016 sobre intermediación de valores”<sup>12</sup> en el que, por petición de la FNE, se proponen una serie de medidas para solucionar el problema de la fragmentación<sup>13</sup>:

➔ Establecer un sistema de interconexión, con calce vinculante y automático entre las distintas bolsas, mediante la modificación del inciso segundo del artículo 44 bis de la LMV.

**La interconexión presentaría las siguientes ventajas:** (i) en el supuesto de que se puedan realizar operaciones interbolsas automáticas, vinculantes y en tiempo real, un corredor operando en cualquier bolsa tendría acceso a la totalidad de la liquidez del sistema; (ii) la utilidad de cada inversionista debiese tender a aumentar, ya que

al incrementarse el número de intermediarios o corredores generaría una competencia que permitiría reducir las comisiones que estos cobran; (iii) se mejora la posición competitiva de las bolsas de menor tamaño con respecto a la Bolsa de Comercio de Santiago, ya que ésta se ve reducida a medida que la liquidez se concentra en uno de los actores<sup>14</sup>.

➔ Establecer requisitos y condiciones de seguridad que deban cumplir todas las bolsas de valores. Si dentro de este sistema se pretende crear una única institución, ésta debe ser licitada por la autoridad central.

➔ Establecer que ninguna persona, natural o jurídica, posea directa o indirectamente más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores, o la participación inferior que defina el regulador.

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

Las recomendaciones fueron acordadas con el voto en contra<sup>15</sup> de la Ministra Sra. Domper. La Ministra,

12. Rol ERN N° 23-2015.

13. Ob. cit., Propositiones del voto de mayoría, página 57.

14. Ob. cit., Números 200 a 202.

15. El Tribunal de Defensa de Libre Competencia es un tribunal colegiado integrado por cinco ministros. Votaron favorablemente a las recomendaciones:

## LA SOLUCIÓN AL PROBLEMA DE LA FRAGMENTACIÓN NO SE RESOLVERÁ CON LA FUSIÓN DE LAS BOLSAS -CUYA CONSECUENCIA ES LA CREACIÓN DE UN MONOPOLIO Y MAYORES COSTOS- SINO QUE LA SOLUCIÓN ES DERECHAMENTE LA INTERCONEXIÓN.

que estuvo en contra de recomendar la interconexión automática, vinculante y en tiempo real de las bolsas de comercio, esgrimió las siguientes razones<sup>16</sup>:

- Señala que no existe una convicción de que la fragmentación implique un problema que atente contra la libre competencia. Por lo tanto, una proposición normativa no vendría a solucionar el problema o a fomentar la libre competencia.
- Existe una gran concentración en el mercado, siendo la Bolsa de Comercio de Santiago la que captura la mayor participación de los agentes. Debido a la concentración, la fragmentación que existe no ha afectado negativamente la liquidez ni la formación de los precios de títulos dado que la mayoría de los actores participan en esta Bolsa.

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

- La recomendación del Tribunal, que sugiere establecer la obligatoriedad de calzar las órdenes con el mejor precio disponible, siendo aplicable para todas las bolsas, conlleva una regulación excesiva que podría

generar problemas negativos y eventualmente crear monopolios legalmente autorizados.

## IV. INFORME DE ALEXANDER GALETOVIC

Alexander Galetovic<sup>17</sup>, en su informe denominado "Fragmentación y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar a las bolsas)"<sup>18</sup> se muestra favorable a la integración de las distintas bolsas. Se entiende por mercado secundario<sup>19</sup> al conjunto de instituciones que permiten negociar sobre obligaciones pendientes de deuda o de capital, como son las acciones.

El economista señala que la fragmentación, junto a los peajes interbolsa, permiten manipular eficazmente la liquidez para aumentarle el costo a los rivales e incluso excluirlos, y explotar el poder de mercado. La manipulación de la liquidez de los corredores es el tema fundamental de libre competencia en los mercados secundarios.

Galetovic también se hace cargo de aquellos que dan como argumento que es innecesario integrar porque actualmente el mercado ya está integrado, señalando como evidencia que la mayoría de los corredores son duales y que las diferencias en las bolsas son pequeñas. Respecto de esta argumentación, señala que el arbitraje se le debe a los inversionistas y que además los corredores duales no terminan con la fragmentación, aunque sí se benefician de ella.

16. Enrique Vergara (Presidente), Tomás Menchaca, Eduardo Saavedra y Javier Tapia.

17. Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y PhD en economía de la Universidad de Princeton.

18. Informe encargado por la Bolsa Electrónica de Chile, de fecha 15 de enero de 2014.

19. Véase "El mercado de valores en Chile: Análisis teórico y características" (José Rigoberto Parada). Editado por Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores. Santiago, Julio 1987.



Asimismo, afirma que la solución al problema de la fragmentación no se resolverá con la fusión de las bolsas -cuya consecuencia es la creación de un monopolio y mayores costos- sino que la solución es derechamente la interconexión. Dicha interconexión, en opinión de Galetovic, es sencilla de implementar y permite avanzar hacia un mercado unificado, pero con presiones competitivas y, por tanto, mayor liquidez con menores costos.

**LAS INDICACIONES APROBADAS POR LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL SENADO ESTABLECEN LA OBLIGACIÓN DE LA INTERCONEXIÓN, BUSCANDO RESGUARDAR EL PRINCIPIO DE LA MEJOR EJECUCIÓN DE LA ORDEN Y RECOGIENDO LAS RECOMENDACIONES DEL TDLC PREVIAMENTE EXPUESTAS.**

Finalmente, concluye que la integración es la manera más eficaz de cubrirse a las tentaciones anticompetitivas, tanto así que permitiría entrar a una bolsa nueva con pocos corredores, lo cual, en un mercado fragmentado, es casi imposible.

## **V. INDICACIONES RELACIONADAS A LA INTERCONEXIÓN DE LAS BOLSAS APROBADAS POR LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL SENADO**

Las indicaciones aprobadas por la Comisión de Hacienda del Senado establecen la obligación de la interconexión, buscando resguardar el principio de la mejor ejecución

**SIN EMBARGO, CONSIDERAMOS NECESARIO QUE, DADA LA ESPECIALIDAD DE LA MATERIA SOBRE LA QUE DEBE PRONUNCIARSE LA COMISIÓN -QUE EN NUESTRA INSTITUCIONALIDAD SE ENCUENTRA RADICADA EN LA FNE-, SE EVALÚE LA INCORPORACIÓN DEL INFORME TÉCNICO DE LA FNE COMO REQUISITO PREVIO Y OBLIGATORIO PARA SOLICITAR LA MODIFICACIÓN DE CUALQUIER REGLAMENTO DE LAS BOLSAS DE VALORES.**

de la orden y recogiendo las recomendaciones del TDLC previamente expuestas.

Para efectos de cumplir con los objetivos propuestos, se cumplen con los dos requisitos señalados por el Tribunal. En primer lugar, que la interconexión sea vinculante (las bolsas ya no podrán decidir no llevarla a cabo con la mejor oferta) y que sea automática. De acuerdo a lo expresado por el Ministerio de Hacienda, hoy en día existen 3 minutos en que la oferta solo puede calzarse con una oferta de la misma bolsa de valores. Pasados esos 3 minutos, se puede calzar con una oferta de una bolsa diferente. Dicho requisito es esencial, toda vez que los corredores siempre prefieren aquella bolsa en donde nace la oferta (que suele ser la Bolsa de Comercio de Santiago).

Asimismo, y con el objeto de resguardar la seguridad<sup>20</sup> de las operaciones y asegurar que la interconexión efectivamente se implemente, se faculta a la Comisión para que regule la interconexión. En dicho contexto, parece adecuado lo propuesto en la indicación sustitutiva, cuyo texto establece que "los sistemas de negociación que deberán interconectarse de manera vinculante, así como la forma, condiciones, requisitos técnicos y de comunicación, de seguridad y de

20. Dentro de los argumentos esgrimidos por quienes se oponen a la interconexión, destaca la preocupación por los peligros en materia de seguridad asociados a dicha medida.



cualquier otro que deban de cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes...” sean establecidos por la CMF a través de una norma de carácter general y no por ley, en atención a los vertiginosos cambios tecnológicos que hacen poco aconsejable dejarlo en el ámbito legal.

Por otra parte, y con el fin de evitar el establecimiento de condiciones tarifarias que limiten la interconexión, se faculta a la Comisión para que solicite la modificación del reglamento de las bolsas.

Dicha facultad es adecuada, especialmente teniendo en consideración que solo podrá ser usada en la medida que la CMF considere que el reglamento respectivo atente contra la libre competencia.

Es destacable que la CMF, por tratarse de una materia relacionada a la libre competencia y carecer de las capacidades técnicas necesarias para abordarlas, pueda solicitar un informe<sup>21</sup> a la FNE sobre las condiciones específicas que debe tener la bolsa en su reglamento. Sin embargo, consideramos necesario que, dada la especialidad de la materia sobre la que debe pronunciarse la Comisión -que en nuestra institucionalidad se encuentra radicada en la FNE-, se evalúe la incorporación del informe técnico de la FNE como requisito previo y obligatorio para solicitar la modificación de cualquier reglamento de las bolsas de valores.

Asimismo, es conveniente y necesario que se permita a la Comisión usar sus facultades sancionatorias en el evento que la bolsa respectiva no cumpla con los cambios solicitados por el regulador.

Finalmente, el plazo estipulado en el artículo segundo transitorio<sup>22</sup> -de 6 meses para que la interconexión se implemente en la práctica- parece ser razonable y permitirá tanto a la industria como al regulador, prepararse adecuadamente para su implementación.

## VI. MODIFICACIÓN INTRODUCIDA AL ARTÍCULO 44 BIS DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

### TEXTO LEGAL VIGENTE

Artículo 44 bis.- Las bolsas de valores deberán establecer entre sí, sistemas expeditos de comunicación e información en tiempo real respecto de las transacciones de valores que se realicen en cada una de ellas, sin que puedan comercializar o reproducir estas informaciones salvo autorización expresa de la bolsa que las origina.

Las bolsas de valores convendrán sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos; uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes e instando por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente<sup>23</sup>.

### INDICACIÓN SUSTITUTIVA DEL EJECUTIVO

Se reemplaza el inciso segundo del artículo 44 bis. El artículo quedaría con la siguiente redacción:

Artículo 44 bis.- 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.

Asimismo, las bolsas deberán establecer mecanismos

21. La FNE deberá evacuar el informe dentro del plazo de 90 días de solicitado por la Comisión.

22. El artículo establece que las modificaciones al artículo 44 bis de la Ley de Mercado de Valores comenzarán a regir el primer día del séptimo mes posterior a la publicación de la eventual ley.

23. Dicho inciso sería reemplazado por el texto subrayado en el siguiente punto.

de interconexión que permitan la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas, incluyendo aquellas que provengan de terceras bolsas. La Comisión establecerá, mediante norma de carácter general, los sistemas de negociación que deberán interconectarse de manera vinculante, así como la forma, condiciones, requisitos técnicos, de comunicación, de seguridad y cualquier otro que deban cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes, para efectos de implementar esta norma, velando siempre por el adecuado funcionamiento del mercado financiero.

La Comisión, al momento de evaluar la aprobación de las normas de las bolsas que establezcan las estructuras tarifarias de interconexión, u otras condiciones aplicables a sus participantes o a terceras bolsas, deberá propender siempre a la búsqueda de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

Sin perjuicio de lo establecido en el inciso final del artículo 44, la Comisión, en caso que considere que una o más condiciones establecidas en el reglamento de una bolsa de valores sean discriminatorias o afecten la libre competencia, rechazará, mediante resolución fundada, la solicitud de aprobación de dicha reglamentación. La resolución deberá contener un plazo prudente para que la bolsa respectiva subsane las observaciones de la Comisión, plazo que comenzará a correr desde que la referida resolución sea notificada a la respectiva bolsa de valores. En caso que la bolsa no corrija la situación en el plazo indicado, la Comisión podrá proceder de acuerdo al título IV del Decreto Ley N° 3.538 del

**LA IMPLEMENTACIÓN DE UNA INTERCONEXIÓN AUTOMÁTICA Y VINCULANTE ENTRE LAS DIFERENTES BOLSAS DE VALORES PODRÍA ESTIMARSE UN AVANCE Y ES COHERENTE CON LAS SUGERENCIAS EFECTUADAS POR LAS AUTORIDADES QUE VELAN POR LA LIBRE COMPETENCIA EN NUESTRO PAÍS.**

Ministerio de Hacienda, de 1980, modificado por la Ley N° 21.000. Para efectos de lo establecido en el presente inciso, la Comisión podrá requerir del informe técnico de la Fiscalía Nacional Económica, la que deberá remitir dicho informe a más tardar dentro del plazo de 90 días de solicitado por la Comisión.

## VII. CONCLUSIONES

Para fortalecer el sistema financiero nacional se deben realizar diferentes acciones, tales como la reciente aprobación de la modernización de la legislación bancaria o la tramitación de proyectos de ley relevantes como el de supervisión basada en riesgos para las compañías de seguro y el de ciberseguridad en el sector financiero.

En dicho contexto, y con el objetivo de convertir a Chile en un centro financiero global, la implementación de una interconexión automática y vinculante entre las diferentes bolsas de valores podría estimarse un avance y es coherente con las sugerencias efectuadas por las autoridades que velan por la libre competencia en nuestro país.

Con todo, es conveniente analizar en su mérito los argumentos del voto de minoría esgrimidos por la Ministra Sra. Domper del TDLC y los de la Bolsa de Comercio de Santiago. La Bolsa de Comercio de Santiago argumenta que los intereses de quienes han construido plataformas exitosas e invertido importantes sumas de dinero en tecnología pueden verse afectados y que sus

**CONVIENE QUE EN EL DEBATE SE DISCUTA CON MAYOR DETALLE RESPECTO DE LA REAL MAGNITUD DEL PROBLEMA QUE REPRESENTA LA FRAGMENTACIÓN EN ORDEN A JUSTIFICAR LA REGULACIÓN QUE LA INTERCONEXIÓN DE LAS BOLSAS IMPLICARÁ**

competidores se aprovecharían de las inversiones que han realizado. Así las cosas, afirman que la aprobación de la interconexión vinculante podría producir un efecto negativo para la competencia, en atención a la ausencia de incentivos que ello generaría para innovar y otorgar mejores servicios. La preocupación resulta atendible, y al efecto la imposición de un peaje interbolsa<sup>24</sup>, cuyo precio debe ser establecido por el regulador, podría analizarse como mecanismo para contrarrestar la referida preocupación.

Por su parte, y tal como se expuso anteriormente en la presente Reseña, conviene que en el debate se discuta con mayor detalle respecto de la real magnitud del problema que representa la fragmentación en orden a justificar la regulación que la interconexión de las bolsas implicará. En principio, lo que se busca es que la interconexión permita aumentar la competencia y fomentar el ingreso de nuevos actores a la industria

en un mercado especialmente concentrado, avanzar en transparencia y reducir considerablemente los costos de operación, favoreciendo especialmente a los pequeños inversionistas personas naturales a través de la reducción de las comisiones por intermediación, cuestión que constituye un fin loable, pero que debe ponderarse adecuadamente en términos de que la magnitud del problema a resolver (eventual falta de competencia y otras fallas) amerite la regulación subyacente.

Para concluir, podemos señalar que en general se trata de un proyecto de ley positivo. En lo que se refiere a las modificaciones tendientes a asegurar una interconexión efectiva de las bolsas, la norma es consecuente con las recomendaciones de los organismos expertos en materia de libre competencia en Chile, no obstante que implicará una mayor injerencia regulatoria por parte de la CMF, cuestión que en el debate amerita ser discutida con mayor profundidad por las razones antes expuestas.

24. El TDLC estima que dicho peaje podría ser aplicable únicamente si el costo marginal de las operaciones interbolsas fuera mayor que cero.

**V HIPERVÍNCULO  
AL PROYECTO  
DE LEY**

**APROBADO EN LA  
COMISIÓN DE HACIENDA  
DEL SENADO**

RESPONSABILIDAD DE LOS  
AGENTES DEL MERCADO

El proyecto puede verse en el siguiente hiper vínculo:

[https://www.camara.cl/pley/pley\\_detalle.aspx?prmID=10585&prmBoletin=10162-05](https://www.camara.cl/pley/pley_detalle.aspx?prmID=10585&prmBoletin=10162-05)