

## INTERCONEXIÓN DE BOLSAS DE VALORES: PROMOVIENDO UNA MAYOR COMPETENCIA

- No existe en Chile actualmente la interconexión entre las bolsas de valores con calce vinculante, automático y en tiempo real.
- Esta interconexión está presente en Estados Unidos y España, entre otros países, desde hace décadas y ha permitido que los inversionistas obtengan el mejor valor de mercado a un costo cada vez menor.
- La Fiscalía Nacional Económica realizó una recomendación, en el año 2016, para que la interconexión sea obligatoria entre las bolsas chilenas.
- Existe un proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que avanza en la dirección correcta y que permitiría incrementar la intensidad competitiva con la que opera nuestro mercado de valores, beneficiando entre otros, a los afiliados a las AFPs.

El 1 de julio del 2015 ingresó un proyecto de ley<sup>i</sup> que modifica las leyes N°s 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados. Esta iniciativa, que se encuentra en segundo trámite constitucional en la Cámara de Diputados, incorpora, entre otras materias, la obligación de las bolsas de valores de convenir un sistema de interconexión obligatorio, con calce vinculante y automático.

La referida modificación a la ley vigente fue propuesta a través de una recomendación normativa, en su última versión, por el honorable Tribunal de la Libre Competencia (TDLC) en el año 2016<sup>ii</sup>, en que recomendó modificar la Ley de Mercado de Valores para que se obligue a interconectar las bolsas mediante operaciones obligatorias, vinculantes y en tiempo real (instantáneas). Conforme a lo señalado por el TDLC, 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; y (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.

Cabe hacer presente, no obstante, que la recomendación del TDLC fue acordada con el voto en contra de la ministra María de la Luz Domper, quien señaló, al fundamentar su voto, 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. Explica la ministra disidente que, debido a la concentración existente en el mercado del caso, 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 una de las bolsas. De lo anterior, concluye la ministra, una interconexión vinculante, automática y en tiempo real solo generaría 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. Concluye señalando que, 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 agregando que establecer la obligatoriedad de calzar las órdenes con el mejor precio disponible, siendo aplicable para todas las bolsas, conllevaría una regulación excesiva que podría generar problemas negativos y eventualmente crear monopolios legalmente autorizados.

De esta manera, el propósito de la recomendación normativa efectuada por el TDLC, así como de la iniciativa que impulsa el Ejecutivo sobre esta materia que se tramita en el Congreso es incrementar la competencia, permitiendo que un inversionista que da una orden de compra o venta a su corredor tenga la certeza de que su orden se ejecutará al mejor precio disponible en el mercado independiente de la bolsa donde se origina el mandato y que el negocio se pueda cerrar en una bolsa diferente. En la actualidad, la interconexión no es obligatoria, ni vinculante y antes de hacer una operación interbolsas es necesario mantener la acción durante tres minutos en la bolsa de origen. Esto ha llevado a que las operaciones entre bolsas son casi inexistentes y durante los últimos 10 años el total transado interbolsas equivale a un día de transacciones.

Así, la interconexión automática y vinculante que se propone en la iniciativa busca hacerse cargo de la problemática antes planteada y resulta coherente con las

recomendaciones efectuadas tanto por el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (“TDLC”) como por la Fiscalía Nacional Económica (“FNE”) en la materia. Ahora bien, durante la tramitación del proyecto de ley en comento y teniendo en consideración las atendibles interrogantes levantadas en el voto disidente de la referida recomendación normativa, sería recomendable que se aportaran mayores antecedentes sobre si la mayor regulación asociada a la interconexión y las normas que al efecto deberá dictar la Comisión para el Mercado Financiero 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. Eventualmente la experiencia internacional en la materia, referida más adelante, podría servir de antecedente para la entidad regulatoria.

#### **CONTEXTO VIGENTE EN EL MERCADO BURSÁTIL EN CHILE**

En opinión de la Fiscalía Nacional Económica (FNE) el mercado bursátil nacional se encontraría fragmentado producto de la existencia de bolsas de valores que no se encuentran interconectadas mediante el sistema de calce vinculante, automático e instantáneo, lo que reduce la liquidez en las bolsas más pequeñas, entorpece el principio de mejor ejecución de las órdenes y afectaría la correcta formación de precios de los valores transados.

Una evidencia de lo anterior, es que según un estudio realizado por Alexander Galetovic, entre 2010 y 2015 se cerraron 458.894 transacciones habiendo una mejor oferta de compra o venta en otra bolsa.

Dado que, en Chile, las transacciones inter bolsa no son mediante calces vinculantes, automáticos y en tiempo real, un corredor integrante de una bolsa menos líquida, es decir, que integra aquella bolsa donde se hacen menos transacciones y hay menos corredores, ofrece transacciones de menor calidad porque le toma más tiempo encontrar una contraparte. Para compensar la menor calidad, señala Galetovic, el corredor menos líquido tiene que cobrar comisiones más bajas en equilibrio. Esta compensación por el servicio de peor calidad es equivalente a un aumento diferencial de costos para el corredor que opera en la bolsa más ilíquida y ello desplaza a los inversionistas hacia los corredores integrantes de la bolsa más líquida. La bolsa menos líquida puede responder cobrando menos, pero se arriesga a no cubrir sus costos. Más importante, por más que baje sus precios y derechos de bolsa, una bolsa ilíquida es incapaz de proveer eficazmente el servicio de bolsa. De

esto se sigue que, todo lo demás constante, a todo corredor le conviene unirse a la bolsa más líquida.

**EL MERCADO BURSÁTIL CHILENO SE ENCONTRARÍA FRAGMENTADO PRODUCTO DE LA EXISTENCIA DE BOLSAS QUE NO SE ENCUENTRAN INTERCONECTADAS**

**Tabla N° 1: Transacciones con mejor punta en otra bolsa (2010-2015)**

	Bolsa de Comercio	Bolsa Electrónica
Transacciones	11.338.723 97,8%	245.189 2,2%
Con mejor punta en otra bolsa	393.101 85,7%	65.793 14,3%
% del Total	3,5%	26,8%

Fuente: Informe preparado por Alexander Galetovic a petición de la Bolsa Electrónica, 2016. Estudio presentado ante la Fiscalía Nacional Económica en el marco de la discusión “Recomendación sobre propuesta regulatoria”.

Este fenómeno estaría ocurriendo en nuestro mercado bursátil y se ve representado por el cierre de la Bolsa de Comercio de Valparaíso en el año 2018 y el retiro de corredores de la Bolsa Electrónica hacia la Bolsa de Santiago donde se realiza más del 90% de las operaciones.

**REGULACIÓN EN ESTADOS UNIDOS**

En Estados Unidos, la regulación National Market System (NMS) eliminó la fragmentación del mercado de valores, ya que antes de que entrara en vigencia era posible observar que una acción se transaba a diferentes precios en distintas bolsas, sin que esa información fuese accesible al mercado. De esta manera, la NMS generó la interconexión eficiente entre las bolsas<sup>iii</sup>, con lo cual se garantiza que un inversionista obtiene el mejor precio posible.

Al entrar en vigencia el NMS se estableció que las bolsas podían cobrar una tarifa de acceso con un valor máximo de US\$ 0,003 por acción. Esta tarifa de acceso puede ser cobrada por la bolsa que recibe una oferta de otra bolsa y que genera un cierre con la mejor oferta vigente. Este es un valor máximo, por lo cual cada bolsa puede determinar el valor que desee en la medida que no supere el máximo determinado.

Así, desde 2006, toda orden ingresada por un corredor en una bolsa se debe calzar

primero con la mejor oferta disponible en todo el mercado (la así llamada National Best Bid Offer o NBBO), independientemente de la bolsa o del corredor en que la haya ingresado. Hasta la interconexión, tanto el NYSE<sup>iv</sup> como el Nasdaq cobraban 10 centavos de dólar por cada 100 acciones neto. Después de la interconexión, en 2016 el NYSE y el Nasdaq disminuyeron sus derechos a 5 centavos de dólar por cada 100 acciones (neto), mientras que el BATS<sup>v</sup> cobraba 2,1 centavos de dólar por cada 100 acciones (neto).

### **REGULACIÓN EN ESPAÑA**

En España, antes de la interconexión, las transacciones de las cuatro bolsas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, se realizaban de manera fragmentada. La Ley 24/1988 de Mercado de Valores integró las cuatro bolsas en una única plataforma electrónica que entró en operaciones en 1989, a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) que permite a las cuatro bolsas dirigir sus órdenes al SIBE, el que calza las ordenes de manera automática, según criterios de precios y oportunidad.

### **CONCLUSIONES**

En la actualidad, están dadas en Chile las condiciones tecnológicas para interconectar las bolsas con calce vinculante, automático y en tiempo real. Tal como el Tribunal de la Libre Competencia recomendó el año 2016, ello va de la mano de la implementación de una tarifa que refleje el costo de la interconexión. La experiencia de los Estados Unidos y España, entre otras muestran que la vigencia de esta interconexión permite a los inversionistas obtener el mejor precio del mercado.

La Bolsa de Comercio de Santiago tiene cerca del 90% de las operaciones, por lo cual es muy difícil para un corredor no estar presente allí, donde se concentra la liquidez del mercado. Esto llevó a la quiebra a la Bolsa de Valparaíso y está afectando crecientemente a la Bolsa Electrónica. De persistir esta tendencia podríamos llegar a una industria con solo un operador, siendo muy difícil para los desafiantes crear una nueva bolsa dada la concentración de liquidez si no existe interconexión obligatoria.

Es también necesario que la regulación que se dicte al efecto por la autoridad del caso, Comisión para el Mercado Financiero (CMF), sea adecuada y no sobre cargue de exigencias la operatoria, pues de ello podría derivarse asimismo la exclusión de terceros del mercado.



La interconexión obligatoria, vinculante y automática traerá consigo mayor competencia en las tarifas, lo cual beneficia a todos los inversionistas, en particular las Administradoras de Fondos de Pensiones que son usuarios frecuentes de este servicio.

---

<sup>i</sup> Boletín N°10.162-05

<sup>ii</sup> Recomendación Normativa N°18/2016 del 18 de marzo de 2016.

<sup>iii</sup> Bolsa de Nueva York, Nasdaq, Chicago, Filadelfia, Miami y Boston, entre otras.

<sup>iv</sup> En los años 90, la NYSE cobra US\$ 1 por cada 100 acciones transadas.

<sup>v</sup> Bolsa de Valores creada en 2005 en Nebraska, Estados Unidos.