

UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONÓMICO

Bolsa De Comercio de Santiago: “Regulación Jurídica y Funcionamiento General”

Memoria para optar al Grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales

Autor: Antonio Madrid Arap
Profesor Guía: Sr. Germán Vidal

Santiago, Diciembre de 2003

INDICE

	Página
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO PRIMERO: HISTORIA Y EVOLUCION DE LAS BOLSAS DE COMERCIO	2
A) <u>Orígenes de las Bolsas de Comercio en el mundo</u>	2
A.1) <i>Sistemas bursátiles en el mundo</i>	5
B) <u>Orígenes de la Bolsas de Comercio de Chile</u>	9
B.1) <i>Bolsa de Comercio de Valparaíso</i>	10
B.2) <i>Bolsa electrónica de Chile</i>	12
B.3) <i>Bolsa De Comercio de Santiago</i>	14
CAPITULO SEGUNDO: FUNCIONES Y OPERATORIA ACTUAL DE LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO	19
A) <u>Funciones:</u>	21
A.1) <i>Facilitar el flujo ahorro inversión</i>	21
A.2) <i>Optimización de la asignación de recursos</i>	23
A.3) <i>Mercado secundario</i>	24
A.4) <i>Regulación del mercado</i>	26
B) <u>Organización y operatoria:</u>	27
B.1) <i>Ingreso de sociedades e instrumentos a la Bolsa</i>	27
B.2) <i>Operatoria bursátil</i>	30

B.2.1) Sistemas de negociación	32
B.2.2) Cierre oficial de operaciones	35
B.2.3) Liquidación de operaciones	35
B.2.4) Costos de las transacciones	37
C) <u>Instrumentos que se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago</u>	38
C.1) Acciones	38
C.2) Instrumentos de renta fija	39
C.3) Instrumentos de intermediación financiera	41
C.4) Mercado del dólar	42
C.5) Mercado de oro físico	43
C.6) Mercado de futuros	43
C.7) Mercado de opciones	44
C.8) Cuotas de fondos de inversión	45
D) <u>Conclusiones respecto al funcionamiento de la Bolsa De Comercio De Santiago</u>	47
CAPITULO TERCERO: REGULACIÓN JURÍDICA DE LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO	51
A) <u>Aspectos constitucionales</u>	52

B) <u>Regulación legal</u>	53
b.1- Ley 18.045	53
b.2.- Ley 18.046	68
C) <u>Regulación de carácter administrativo</u>	72
D) <u>Autorregulación de la Bolsa De Comercio De Santiago</u>	77

**CAPITULO CUARTO: MERCADOS QUE COMPONEN LA BOLSA DE
COMERCIO DE SANTIAGO**

A) <u>Mercado de empresas emergentes</u>	80
A.1) <i>Pasos para la inscripción de las empresas en el mercado emergente</i>	81
B) <u>Mercado de valores extranjeros (Bolsa Off-shore)</u>	85
CONCLUSIÓN	89
BIBLIOGRAFÍA	91

INTRODUCCIÓN

Al comenzar esta investigación, debo confesar que siento que en mis manos se encuentra una gran responsabilidad, y esa responsabilidad es la de desarrollar en éstas páginas un tema que no ha sido tocado nunca en profundidad. En cuanto a ello, hay que señalar que al hablar de Bolsa De Comercio de Santiago, en diversos textos encontraremos referencia sólo a la regulación legal general de esta Institución, y no encontraremos por ningún lado referencias a la operatoria cotidiana de la Bolsa, menos aún un análisis jurídico de ella.

Es por ello que he asumido con profunda dedicación esta labor, convencido que lo que resulte de ella será un gran aporte a lo que ya existe, y fundamentalmente con la profunda convicción de que más de alguna persona indagando en un catálogo bibliográfico, se encontrará con este trabajo, y sonreirá sintiendo satisfacción por haber encontrado justamente lo que buscaba y pensó que no encontraría nunca.

No puedo dejar de agradecer al Profesor Germán Vidal, Académico guía de este trabajo, y a su ayudante, por el constante apoyo y orientación que me brindaron en este proceso, y fundamentalmente por haberme dado la posibilidad de incursionar en este tema tan apasionante como inexplorado.

CAPITULO PRIMERO: HISTORIA Y EVOLUCION DE LAS BOLSAS DE COMERCIO

A) Orígenes de las Bolsas de Comercio en el mundo

Los orígenes de las Bolsas aparecen generalmente confundidos con una serie de instituciones históricas de carácter impreciso, cuyo carácter común es de constituir reuniones periódicas, en lugares determinados de comerciantes, para el trato de sus negocios y la defensa de sus intereses. Pero prescindiendo de antecedentes remotos, la opinión general concuerda en que los orígenes de las Bolsas de Comercio en el mundo, están ligados a las ferias y a los grandes mercados medievales. Junto a ello se las suele asociar como antecedentes de ellas a las legendarias casas de contratación¹. Ello no obstante que no es fácil separar en estas instituciones los aspectos de contratación comercial de su dimensión profesional o corporativa, lo que añade una dificultad adicional a su calificación como Bolsas.

La denominación de *Bolsa*, según la opinión más extendida, comenzó a usarse en la ciudad de Brujas en el siglo XV, por la costumbre que tenían los comerciantes y negociantes extranjeros que allí acudían, de reunirse en la casa de un especulador de aquella ciudad llamado Van der Boursen y en cuya casa había un escudo de piedra con tres bolsas esculpidas, y es por ello que se empezó a llamar *Bolsas* a las reuniones en la casa de este personaje.

¹ Bertrán, Luis De Carlos y Fernández.-Armesto Juan. *El derecho del Mercado Financiero*. Ed. Civitas S.A. Madrid, 1992. p. 501. En Lizana, Claudio. *Mercado de Valores (38 artículos)*. Santiago. 2002. Por Universidad de Chile. Facultad de derecho.

Corresponde por tanto a esta ciudad el origen de la denominación de la institución, sin embargo, la Bolsa de Brujas, como la Casa de Contratación, eran centros de contratación de toda clase de mercancías, en los que nunca tuvo lugar la transferencia de valores mobiliarios, por lo que no pueden ser consideradas como auténticas Bolsas en sentido moderno.²

Con el transcurso del tiempo, el centro del tráfico comercial se trasladó a Amberes. En el año 1527 Carlos V autorizó la creación de una Bolsa en la ciudad. En Ámsterdam, se construye una Bolsa entre los años 1608 y 1611, inspirada en el modelo de Amberes, la que se considera como la primera Bolsa de Comercio del mundo, ya que en ella se comienzan a transar las primeras acciones de compañías comerciales. A modo de ejemplo, las acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales fueron objeto de una enorme especulación, que fue relatada con detalle por el judío español José De La Vega en su libro *Confusión de Confusiones*, obra que es considerada como el primer tratado sobre la Bolsa de Comercio conocido en el mundo, y gracias a esta obra se sabe que en Amsterdam se realizaban ya en ese entonces operaciones al contado y a plazo en sus diversas modalidades.

En Inglaterra, el precedente más antiguo de la Bolsa se encuentra en la creación en el año 1571 del *Royal Exchange*, promovido por Sir Thomas Gresham, representante del gobierno Inglés en la ciudad de Amberes, y se hizo a semejanza de la Bolsa de esa ciudad. Sin embargo, el *Stock Exchange*, que es el auténtico origen de la Bolsa de Londres, sólo fue creado

²Bertrán. op.cit.

en 1773. En efecto, el Rey Guillermo III en 1697 promulgó una legislación para evitar los abusos en el mercado por parte de los intermediarios que allí operaban. Hacia finales de 1760, ciento cincuenta brokers decidieron formar una asociación llamada el *Jonathan*, lugar que posteriormente se destruyó, por lo que constituyeron su propio local que se denominó el *New Jonathan* en Theadmedle Street. En 1773 los integrantes de esta asociación decidieron adoptar el nombre de *Stock Exchange*, y así se constituiría la Bolsa que fue la más importante del mundo y centro de las cotizaciones durante todo el siglo XIX. Hoy en día su nombre es The International Stock Exchange, y es la tercera Bolsa más importante del mundo, después de la de Nueva York y la de Tokyo³.

En cuanto a Francia, la Bolsa de París se funda en el año 1724, con el fin de ordenar el mercado financiero tras el desastre causado por la emisión de títulos de la *Compagnie de Mississipi* que se creó para la explotación y colonización de Louisiana. Consecuencia de esto es que se promulgó en 1724 la Ley de Bolsas, considerada la partida de nacimiento de las bolsas modernas⁴

En Nueva York, donde se encuentra la Bolsa más importante del mundo, fundamentalmente por el nivel de transacciones que en ella se realiza, ésta se constituyó en 1817, año en que los Brokers de la ciudad acordaron crear una organización que se reuniera periódicamente y a horas determinadas. El 8 de marzo de 1817 se constituyó el *New York Stock*

³ Bertrán. Op. cit. p. 502

⁴ Ibid.

Exchange Board. Antes, en marzo de 1792, los Brokers de la ciudad habían firmado el llamado acuerdo de Buttonwood debajo de un árbol en Wall Street, lugar donde se reunían los Brokers para hacer negocios. En virtud de este acuerdo convinieron cobrar una comisión por las transacciones que realizaban y dar preferencia a los firmantes del acuerdo en sus negociaciones.⁵

En 1878 se constituye la Bolsa De Tokio; ésta cobra real importancia tras el despegue económico que protagoniza Japón después de la segunda guerra mundial. En su organización y marco legal, se asemeja mucho a las Bolsas de los Estados Unidos, ya que ésta regulación nació de las fuerzas ocupantes estado unidenses conforme a sus propios principios.⁶

En lo que se refiere a España, la primera Bolsa es la de Madrid creada en 1831, gracias al proyecto del Ministro de Hacienda López Ballesteros, y el redactor de la ley fue el mercantilista Pedro Sainz De Andino. La ley se inspiró fundamentalmente en el modelo francés y su promulgación se debió a la necesidad de facilitar la contratación de la deuda del Estado.⁷

A.1) Sistemas bursátiles en el mundo

Según Bertrán (*op.cit* Pág. 503.) existen numerosos criterios de análisis a los que se someten las distintas bolsas de comercio en el mundo, tales como sus orígenes, mayor o menor grado de intervención por parte de la

⁵ Bertrán.op.cit.p 503

⁶ Ibid.

⁷ Ibid.

autoridad y las características de los intervinientes que participan en ellas. En razón del análisis en base a esos criterios, la doctrina ha señalado que existen diversos sistemas bursátiles en los que podemos agrupar a las bolsas de comercio. Esos sistemas son los siguientes:

-Sistema anglosajón: Este sistema se basa en que las bolsas de comercio, ante todo, son asociaciones privadas, que además de ello cuentan con una absoluta libertad de asociación de sus miembros y libertad de funcionamiento. Sus miembros son personas físicas o jurídicas que actúan como auténticos intermediarios financieros. En este sistema bursátil el sistema bancario limita su actuación a ser un depositario de valores y a suministrar fondos que nutren el mercado financiero; todas las labores de promoción, asesoramiento, liquidación, contratación e información se llevan a cabo por unidades especializadas.

-Sistema latino: En este sistema, las bolsas son instituciones que han sido creadas fundamentalmente por iniciativa de los órganos públicos, o han sido oficializadas por éstos en el caso que se hubiesen constituido por iniciativa privada. Los miembros son agentes individuales nombrados por el Estado, que además de su función natural de intermediarios, suman la de dar fe pública a las transacciones en que se ven involucrados. En este sistema las funciones de promoción se realizan fundamentalmente por el sistema bancario, y los intermediarios quedan limitados a la contratación y a la liquidación de las operaciones. La diferencia que presenta el sistema anglosajón con el latino, es que en el primero la clientela de las bolsas de valores acude directamente a ellas, mientras que en el sistema

latino, la clientela acude de manera indirecta, principalmente a través del sistema bancario.

-Sistema Germánico: En este modelo los miembros de las bolsas de comercio son los bancos. Como consecuencia de esto, la mayor parte de las operaciones de carácter bursátil, se realiza entre los bancos fuera de bolsa.⁸

De los sistemas bursátiles anteriormente analizados, la conclusión necesaria que se obtiene es que el sistema con mayores características de idoneidad para una economía inspirada en valores liberales o de mercado, es el sistema anglosajón, y que en él, nos encontramos con que las libertades de asociación y de transacción están muy bien consolidadas, consiguiendo gracias a ese alto nivel de libertad, un clima que atrae a los grandes capitales, que buscan que se reconozca en un sistema, la libre iniciativa privada, y que esté debidamente resguardada; con todos esos requerimientos cumple perfectamente el sistema bursátil anglosajón.

Hoy en día, las principales Bolsas del mundo se encuadran dentro del sistema anglosajón (Nueva York, Tokio y Londres), sin embargo, hay que señalar que las diferencias entre uno y otro sistema han ido disminuyendo notoriamente, por lo que hoy en día, es casi imposible encasillar un determinado mercado bursátil de manera absoluta en alguno de los sistemas nombrados. Un ejemplo claro de ello, es el caso de Chile, ya que cuenta con una Bolsa de Comercio en la cual, si bien predomina la libertad de asociación privada (modelo anglosajón), también nos encontramos con que la autoridad (Superintendencia de Valores y Seguros), ejerce un control y una supervisión constantes sobre el funcionamiento

⁸ Bertrán. op.cit. pp. 503-504.

de la Bolsa, vigilando que se cumplan en cada transacción que se realiza, las normas legales y reglamentarias que norman el funcionamiento del mercado de capitales. A su vez, los bancos en el sistema chileno, cumplen un rol vital en el funcionamiento de este mercado, ya que inyectan constantemente recursos, colocan valores en el mercado, realizan funciones de promoción, etc.

Lo anterior, permite reflejar que hoy en día, se tiende a la implantación de un sistema bursátil de carácter universal que, sin perjuicio de las particularidades que contenga cada mercado, responda en lo esencial a principios comunes más acordes con la realidad de los tiempos actuales, que están caracterizados por la internacionalización de los mercados financieros en general, lo que conlleva una necesaria apertura al exterior de las Bolsas de Valores que operan en aquellos mercados, y las respectivas modificaciones legales que ese proceso requiera.

B) Orígenes de la Bolsas de Comercio de Chile

Es conveniente señalar en esta parte de la investigación, que si bien en Chile, aparte de la Bolsa De Comercio de Santiago, existe la Bolsa de Valparaíso y además la Bolsa Electrónica, nuestra investigación apunta fundamentalmente a mostrar la evolución y la regulación jurídica de la Bolsa de Comercio de Santiago, por ser ella el lugar donde se realizan las operaciones más importantes que configuran el llamado mercado de capitales chileno. (Concepto que será analizado en detalle en capítulos posteriores.

B.1) Bolsa de Comercio de Valparaíso

Junto con el inicio de la vida republicana, comienzan a estrecharse los vínculos de la economía chilena con el mercado mundial, situación que se mantuvo vigente durante todo el siglo XIX, las tres primeras décadas del siglo XX, posteriormente se reanuda esta situación a mediados de la década del 70 hasta el día de hoy (siglo XXI). Ya en vísperas de la Independencia, el comercio que se llevaba a cabo con España y con las provincias del Perú y Buenos Aires se complementaba con el que llevaban a cabo los buques ingleses y norteamericanos en nuestras costas, ya sea de acuerdo a la ley, o a través de la figura del contrabando. La apertura de los puertos chilenos al comercio con toda las naciones trajo consigo la afluencia de navíos

extranjeros y la reducción de los fletes; bajaron los precios de las mercaderías importadas; se abrieron nuevos mercados para el cobre. La independencia de Chile de la Monarquía española también trajo repercusiones sobre la comunidad mercantil, ya que a raíz de esto, muchos comerciantes españoles que adherían a la causa realista abandonaron el país, y en su lugar se radican otros comerciantes extranjeros, principalmente británicos, los que en virtud de sus técnicas avanzadas, pasaron a dominar el comercio exterior chileno. Durante las décadas siguientes hasta la Guerra del Pacífico, el impulso fundamental de la economía chilena estaba dado por las exportaciones mineras de cobre y plata, y en menor grado las agrícolas.⁹

El desarrollo del comercio exterior, trajo como consecuencia que Valparaíso adquiriera vital importancia para el desarrollo de la economía nacional: poco a poco se fue convirtiendo en el centro de la vida mercantil chilena, allí se establecieron las oficinas principales de las grandes casas exportadoras e importadoras extranjeras y nacionales, también oficinas de bancos y de diversas sociedades. Toda esta actividad tenía como centro físico la Bolsa Comercial o Lonja de Valparaíso, nacida de la iniciativa de un grupo de comerciantes de la ciudad para proporcionar un lugar cómodo a los negociantes para que efectuaran sus transacciones. Esta fue la primera iniciativa en Valparaíso para crear una bolsa de comercio, y data del año 1828, pero no fructificó. Una nueva tentativa se llevó a cabo en 1836, cuando los comerciantes de Valparaíso deciden formar una empresa de bombas de

⁹ Couyoumdjian, Juan Ricardo; Millar, René y Tocornal Josefina. *Historia de la Bolsa De Comercio de Santiago 1893-1993*. Por Bolsa De Comercio de Santiago. Santiago.1992.p. 13

incendios, habilitando en su segundo piso un salón donde pudieran juntarse a realizar sus negocios. En 1839 un voraz incendio arrasó con el edificio, por lo que se debió contar nuevamente con el apoyo económico de los suscriptores del edificio original para reedificar la bolsa. El nuevo edificio fue terminado a comienzos del año 1840, y era muy superior al primero en términos estructurales.

La administración de la Bolsa estaba a cargo de un directorio conformado por cinco miembros en la asamblea general que se celebraba en diciembre de cada año. Los directores debían ocuparse del progreso del establecimiento, del manejo de los fondos, de la suscripción de periódicos nacionales y extranjeros y de la admisión de nuevos suscriptores; eran socios honorarios el gobernador de Valparaíso y las demás autoridades locales, los comandantes de las estaciones navales y los agentes diplomáticos y consulares.

En la Bolsa se efectuaban todo tipo de negocios, tales como venta de artículos y productos del país, compra de oro y plata en barra, y transacciones de títulos emitidos por el gobierno y letras.

Posteriormente la Bolsa es trasladada al edificio del Resguardo y Capitanía de Puerto, situado donde se encuentra hoy el monumento a los héroes de Iquique.¹⁰

En los años posteriores la Bolsa de Comercio de Valparaíso entró en franca decadencia al enfatizarse su carácter de sede gremial de las grandes

¹⁰ Couyoumdjian. op. cit. p. 19

casas comerciales extranjeras y nacionales, dejando de lado sus funciones originales que pasaron a tener cada vez menos significación.¹¹

El corretaje de valores, función que es de la esencia de una bolsa de comercio, se fue desarrollando completamente al margen de la institución, cobrando vida independiente.¹²

En el año 1895 la Bolsa de Valparaíso junto con la Cámara de Comercio de esa ciudad, ocupaban un edificio propio en la calle Blanco. Años más tarde, la bolsa fue declarada en receso por decisión de un grupo de antiguos accionistas.

Posteriormente la Bolsa de Valparaíso reanuda sus actividades, y hoy en día es la segunda de Chile en razón de su importancia. Está ubicada en la calle Prat, N° 798.

B.2) Bolsa electrónica de Chile

La idea de crear esta Bolsa, nace de un grupo de agentes de valores que detectaron la necesidad de crear un nuevo mercado para realizar la intermediación de instrumentos financieros. Esto se hace realidad en noviembre de 1989 al crearse la Bolsa de Valores de Chile, hoy **Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores**, cuyo objetivo principal es asegurar la competitividad del mercado bursátil chileno, permitir el ingreso de nuevos operadores y corredores e introducir una nueva concepción en la manera de

¹¹ Couyoumdjian. op.cit. p. 20

¹² Ugarte zenteno, Francisco. *De los actos de Comercio en su relación con la competencia de jurisdicción*. Santiago. 1870. p. 117. En Couyoumdjian. Ibid.

hacer negocios en Chile. Esta concepción trata de hacer las transacciones y operar exclusivamente a través de sistemas electrónicos de transacción. Es la primera Bolsa electrónica de Latino América. La creación de esta Bolsa básicamente fomenta la competitividad y permite la reducción de tarifas y costos de transacciones bursátiles, y significó el fin de la predominante concepción de que los negocios a nivel bursátil sólo se pueden hacer en ruedas físicas. La Bolsa Electrónica de Chile ha suscrito importantes convenios con otras bolsas electrónicas de Latino América, lo que ha fomentado el ingreso de nuevos corredores que se sienten atraídos por el nuevo dinamismo y los nuevos productos que ha instaurado esta Bolsa en el mercado de valores chileno. En cuanto a su funcionamiento, ésta opera mediante un sistema de transacciones electrónicas (SITREL) que la Bolsa ha creado y que permite realizar las transacciones en tiempo real.¹³

¹³ Bolsa Electrónica de Chile. *Historia Bolsa electrónica*. [en línea]. [Santiago. Chile]. [Consulta 10 de noviembre del 2003]. En www.bolchile.cl

B.3) Bolsa De Comercio de Santiago

La estabilidad política y el orden fiscal logrados por los gobiernos pelucones, sumado al crecimiento económico progresivo del país desde la independencia, crearon las condiciones adecuadas para la formación de un mercado de valores. A estos factores se suman otros como la Ley de Sociedades Anónimas, que fue promulgada el 8 de noviembre de 1854, la creación de la Caja de Crédito Hipotecario en el año 1855; a esto se suma el auge de las compañías de seguros, que favorecen mucho al desarrollo del mercado de capitales ya que invierten sus fondos en bonos y acciones.

Los primeros intentos de crear una bolsa de comercio en Chile, datan de alrededor del año 1840 aproximadamente, pero en general sin ningún éxito, o con muy poco.

La Bolsa De Comercio de Santiago tuvo su origen en las reuniones de corredores que con el nombre de *Bolsa Comercial de Santiago* llevaba a cabo en su casa Don Samuel Izquierdo. La situación desmejorada en que se encontraban los demás comisionistas con respecto al propietario de esa Bolsa, empezó a generar el deseo de formar un centro independiente e impersonal, para efectos de llevar a cabo la transacción de valores.

El primer aviso de la Bolsa de Comercio, se publicó el día 20 de octubre de 1893, y contenía una lista de las transacciones efectuadas el día anterior. La idea de organizar la Bolsa de Comercio como una sociedad anónima, fue idea de algunos corredores que habían viajado por Europa, y

por ende conocían la experiencia bursátil de otros países¹⁴

Joaquín Díaz Besoaín, hermano de uno de los miembros fundadores y encargado de elaborar los estatutos de la Bolsa, solicitó al entonces Ministro de Hacienda Alejandro Vial que pidiera a los cónsules y agentes diplomáticos chilenos en el extranjero que le enviaran los reglamentos de las instituciones similares que existieran en sus respectivos países. Desde el punto de vista jurídico, estructurar la Bolsa como una sociedad anónima, se presentaba como la manera más fácil y clara de obtener un reconocimiento oficial ante el vacío legislativo que existía en materia de bolsas de valores, y también al estructurarla de esta manera, se sienta un precedente en Chile en materia de regulación jurídica de instituciones similares¹⁵. Es por ello que las instituciones que participan en el mercado de valores chileno en su mayoría y por mandato legal deben constituirse como sociedades anónimas (bancos, administradores de fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) y deben ser por regla general sociedades anónimas abiertas, esto significa principalmente que deberán estar sometidas al control de la Superintendencia De Valores y Seguros.

En el año 1893, más específicamente el 27 de noviembre, es fundada la **Bolsa De Comercio de Santiago**; de esa fecha también data la escritura por la cual se constituye. A través de la creación de esta institución. se trataba de inyectar un dinamismo y nueva vitalidad a la economía chilena, ya que se creaba el lugar físico que sería el centro del mercado financiero

¹⁴ Couyoumdjian. Op. Cit. pp. 117-118

¹⁵ Ibid.

nacional desde esa fecha en adelante. Por aquellos tiempos en Chile existían alrededor de trescientos veintinueve sociedades anónimas, en su mayoría dedicadas a la minería.¹⁶

El capital inicial de la nueva sociedad anónima estaba constituido por cincuenta acciones con un valor de mil pesos cada una. Inicialmente se colocaron cuarenta y cinco de estas cincuenta acciones. Los accionistas, aparte de los mil pesos que costaba la acción, debieron pagar cien pesos adicionales correspondientes a gastos de instalación. Las cinco acciones restantes serían emitidas cuando el Directorio lo estimase conveniente, y como reconocimiento al esfuerzo de los accionistas fundadores, se estipuló que éstas últimas debían venderse al mejor postor con un precio mínimo de mil quinientos pesos cada una.¹⁷

Los estatutos de la Bolsa fueron aprobados por Decreto Supremo N° 3.015, de 29 de diciembre de 1893, que está firmado por el entonces Presidente de la República Don Jorge Montt y por el Ministro de Hacienda Don Alejandro Vial. Cumpliendo con lo que se había estipulado en la escritura, se fijaba la duración de la sociedad en diez años, contados desde la fecha del decreto, a la vez que se declaraba que la sociedad se encontraba desde ese momento instalada legalmente. El 20 de enero de 1894, se efectuó la respectiva inscripción en el Registro de Comercio¹⁸

¹⁶ Bolsa De Comercio De Santiago. *La Bolsa De Comercio de Santiago y el Mercado Bursátil*. Serie institucional N° 1-1999.[en línea].[Santiago. Chile]. [Consulta 19 de noviembre del 2003]. En www.bolsadesantiago.cl

¹⁷ Couyoumdjian. op. cit.p.119

¹⁸ Ibid. p. 119

En la Bolsa se cotizaba una amplia gama de valores mobiliarios, principalmente bonos y acciones. Entre los bonos, la mayor variedad correspondía a los bonos hipotecarios, que eran los más transados. También se cotizaban bonos de algunas municipalidades, los debentures emitidos por algunas sociedades y los títulos emitidos por el Estado. En relación a las acciones transadas, había un total de doscientos ochenta y tres sociedades anónimas registradas en la sección de estadísticas de la Bolsa De Comercio hacia el año 1923. A pesar de ello, el número de sociedades cuyas acciones se transaban de manera efectiva, era menos de la mitad, ya que las preferencias de los operadores se concentraban en unos pocos títulos.¹⁹

La actividad bursátil en aquel entonces, se efectuaba a través de ruedas en donde los operadores manifestaban sus preferencias en cuanto a compras y ventas de los títulos transados.

En las primeras décadas del siglo XX, la Bolsa De Comercio de Santiago efectuó su mayor aporte al desarrollo de la economía chilena, sirviendo de plataforma financiera para la formación de una gran cantidad de empresas que hoy constituyen el principal potencial económico e industrial del país

La Bolsa de Comercio de Santiago ha proporcionado un impulso vital al funcionamiento de la economía en Chile, principalmente porque su regulación (la cual será estudiada en detalle más adelante) la hace incólume a las variaciones que pueda experimentar el poder político a lo largo del tiempo. Es más, ha seguido acumulando reservas durante todo el

¹⁹ Ibid p.133

tiempo que ha funcionado, ratificando así, que el mercado de capitales cumple una función vital en el desenvolvimiento de cualquier economía moderna que posea claridad y estabilidad jurídica a través del tiempo.

La Bolsa De Comercio De Santiago, como institución perteneciente al **mercado de capitales**, cumple un papel más que trascendental, que es el de **proveer a compradores y vendedores de valores, un lugar físico de reunión para que puedan realizar sus transacciones, a través de los servicios que prestan los corredores de Bolsa.**

CAPITULO SEGUNDO: FUNCIONES Y OPERATORIA ACTUAL DE LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO

Es conveniente comenzar este capítulo de nuestro estudio dando un concepto de bolsa de valores, y para ello, lo mejor es hacerse cargo del concepto que nuestra propia legislación nos otorga, me refiero a la ley N° 18.045 de Mercado de Valores, que en su artículo 38 da un concepto de bolsas de valores señalando que: **“las bolsas de valores son 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 a la ley.”** Del concepto dado por la ley, se pueden extraer varios elementos:

- Existencia de un lugar físico
- Se trata de una institución que presta servicios por los cuales cobra derechos
- Es un lugar de intercambio de instrumentos financieros que, por regla general, contribuye a dar liquidez anticipada a éstos.²⁰

²⁰ Ortega Aichele, Adolfo. *El mercado de valores, teoría general descriptiva y legislación chilena*. Ediciones jurídicas “La Ley”. Chile. 1997.pp.118-119

La Bolsa de Comercio es un mercado, porque allí concurren el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de valores mobiliarios representadas estas fuerzas por los corredores de bolsa; este mercado está regulado jurídicamente por la ley, por la autoridad administrativa, e incluso por la misma Bolsa de Comercio (reglamento-estatutos). Es controlada la Bolsa de Comercio por la autoridad, ya que en cada transacción que se realiza en ella hay un interés público, social y económico involucrado, y esto obliga a las autoridades a adoptar un conjunto de medidas tendientes a regular las conductas de los sujetos intervinientes en ella.

En conclusión, la Bolsa De Comercio De Santiago, es la entidad donde se realizan físicamente la mayoría de las operaciones que van dando origen y constituyendo el mercado de valores. Por ley esta entidad debe estar organizada como una sociedad anónima, a la que se le aplican las normas que regulan a las sociedades anónimas abiertas (por ello quedará sometida a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros); que posee el carácter de especial, vale decir, para nacer a la vida jurídica necesita de una autorización especial de las autoridades respectivas, esto en razón de que es la cara visible del mercado de valores, y esto le asigna un papel fundamental en relación al funcionamiento y dinamismo de la economía. Esa es la razón de que sea un mercado regulado por la autoridad pública competente.

A) FUNCIONES

Tal como lo señala la propia Bolsa De Comercio De Santiago en su boletín institucional N° 1-1999 (*op.cit*), el papel que desempeñan las bolsas de comercio, y en especial la Bolsa De Comercio de Santiago, puede ser graficado en razón de las siguientes funciones que ellas cumplen:

A.1) Facilitar el flujo ahorro- inversión:

Esta función se refiere principalmente a que la actividad que desarrollan las bolsas de valores cumple el rol fundamental de facilitar la transferencia de recursos entre oferentes (ahorrantes) y demandantes de fondos (inversionistas). Este flujo ahorro-inversión es el que en definitiva posibilita el desarrollo económico, ya que pone los recursos a disposición de las inversiones que finalmente son hechas para producir y esta función a su vez puede ser catalogada dentro de uno de los roles primordiales que cumple el mercado de valores, y se refiere fundamentalmente a que a este mercado acuden inversionistas que adquieren diversos instrumentos financieros en busca de una rentabilidad que puede ser a corto, mediano o largo plazo; y por otro lado acuden al mercado los oferentes de los títulos financieros, que fundamentalmente buscan obtener recursos, o sea obtener capitalización de una manera relativamente expedita. Esta es la mecánica operatoria base de un mercado de valores, que se basa en el juego

regulado entre los que buscan recursos líquidos, y los que están en busca de efectuar inversiones que les reporten una rentabilidad determinada. En virtud de esto es necesario dar una definición de mercado de valores, y éste puede ser definido como **“todo el conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde las personas que ahorran hacia las que invierten”**²¹. Esta es la definición que mejor describe las funciones y operatoria de un mercado de valores: por un lado, la de captar recursos, y por otro lado, la de realizar inversiones, (facilitar el flujo ahorro-inversión) y esta es la función que hacen suyas también las bolsas de comercio, y que ha sabido cumplir a cabalidad la Bolsa De Comercio De Santiago. De acuerdo con la definición dada de mercado de valores, podemos sistematizar dos aspectos:

1. - El mercado de valores es un mecanismo financiero. Ello quiere decir que el mercado de valores es un instrumento de política monetaria que se estructura combinando una serie de factores complejos, instituciones, instrumentos y sujetos coordinados entre sí.

2. - La función primordial del mercado de valores es captar recursos financieros, concentrarlos en grandes volúmenes y canalizarlos hacia proyectos de inversión que sean rentables y productivos.

²¹ Bolsa De Comercio de Santiago. op.cit.

Las bolsas de valores son las entidades a través de las cuales el mercado de valores cumple los objetivos y funciones antes señaladas, vale decir, son el instrumento del mercado de valores mediante el cual se posibilita el ejercicio de todas los objetivos indicados anteriormente. Para cumplir con esta función, las bolsas de valores cuentan con una serie de instrumentos y mecanismos, que más adelante serán explicados en detalle, estos mecanismos son:

- Colocación de acciones de pago
- Colocación primaria de bonos o debentures
- Intermediación de instrumentos de corto plazo
- operaciones de underwriting

A.2) Optimización de la asignación de recursos:

El solo traspaso de fondos desde oferentes a demandantes no garantiza buenos resultados, por ello es que se debe velar por la calidad de la inversión que se realiza, es decir, que los recursos invertidos sean asignados a las alternativas más rentables y seguras, y esto a la larga trae beneficios tanto en el ámbito privado como en el ámbito social, ya que las adecuadas inversiones inciden de una manera decisiva en el desarrollo

económico del país.

Esta función de optimización de la asignación de recursos se cumple a través de cuatro subfunciones:

- Libre determinación de precios
- Transparencia de mercados
- Anticipación a los eventos económicos
- Adecuada orientación a los ahorrantes e inversionistas

A.3) Mercado Secundario:

Para dar un adecuado desarrollo y caracterización a esta función que cumplen las bolsas de comercio, debemos previamente aclarar que el mercado de valores se puede clasificar en razón de varios criterios, uno de ellos es atendiendo a si la transacción de un documento está referida a un papel nuevo, o si por el contrario se transan valores ya existentes en el mercado; en virtud de este criterio, el mercado de valores se puede clasificar en:

1. - *Mercado primario de valores o de emisión:* corresponde a la emisión y a la primera venta de ese valor o título. El elemento esencial en este caso es que se requiere una nueva financiación por parte de una

unidad de gasto deficitaria. Esto se logra a través de la emisión de valores de capital-deuda o a través de valores capital-riesgo. En el primer caso lo que se está haciendo es acudir a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo y condiciones determinadas, pagando un interés fijo. En el segundo caso lo que hay es un capital propio donde no se puede hablar de amortización, la retribución es variable y depende de los resultados que obtenga el emisor. Ejemplos del primer caso lo constituyen la emisión de bonos o debentures y del segundo caso, las acciones de pago emitidas por una sociedad anónima respecto de las cuales sus actuales accionistas tienen el derecho preferente de suscribirlas.²²

2. - *Mercado secundario de valores:* es aquel en donde los valores que se transan han sido previamente emitidos. Sin la existencia de este mercado no tendría razón de ser la existencia del mercado primario, y en general el mercado de valores no tendría mayor sentido, pues los inversionistas adquieren valores de primera emisión con la finalidad de enajenarlos posteriormente en este mercado secundario. Proporciona por tanto este mercado liquidez a las inversiones que se realizan en el mercado primario de valores.

Este mercado secundario debe poseer suficientes condiciones de información tanto para oferentes como para demandantes, esto por la vital

²² Ortega Aichele, Adolfo. op.cit.p. 39

función que cumple en cuanto a la necesaria liquidez que los inversionistas buscan dar a sus inversiones, y los precios en este mercado deben ser resultado del libre juego entre la oferta y la demanda.

Ser mercado secundario de valores es la función más importante de las bolsas de comercio y la que las caracteriza. De su grado de perfeccionamiento dependerá la eficiencia para la captación de recursos en todo el sistema, ya que no es concebible la existencia de un mercado de capitales de cierta importancia sin la presencia de un completo y eficaz mercado secundario de valores.

A.4) Regulación del mercado:

La regulación del mercado es una de las funciones de mayor importancia que ejercen las bolsas de comercio, y la desarrollan con el objeto de mantener un mercado ordenado, donde se busca evitar que existan manipulaciones de los precios, y asegurando la igualdad de condiciones de todo tipo, a las personas naturales o jurídicas que acuden a este mercado. Un buen funcionamiento de las bolsas de comercio traerá como consecuencia automática que el mercado de valores sea lo más transparente posible.

B) ORGANIZACIÓN Y OPERATORIA

Al tocar este tema, se hace imprescindible que nos refiramos a los valores que se transan en Bolsa, como también a los requisitos que deben cumplir las sociedades para transar en una Bolsa de Valores, etc. Se tratará en este ámbito principalmente la operatoria cotidiana de la Bolsa De Comercio De Santiago, para en capítulos posteriores analizar y criticar la regulación legal de esta operatoria.

B.1) Ingreso de sociedades e instrumentos a la Bolsa:

No todas las sociedades anónimas ni las en comandita por acciones pueden cotizar sus acciones en las Bolsas de Comercio. La ley de Mercado de Valores obliga sólo a aquellas sociedades denominadas abiertas, y que son aquellas que tienen quinientos o más accionistas, o que al menos el diez por ciento de su capital suscrito pertenezca a un mínimo de cien accionistas. Esto es sin perjuicio de que las sociedades denominadas cerradas puedan inscribirse en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros, y al mismo tiempo inscribir sus valores en este Registro, con lo que pasarán a tener automáticamente la calidad de sociedades abiertas, y en consecuencia **deberán** realizar oferta de sus valores en una bolsa de comercio.

(Artículo 2º ley 18.046 y Arts. 1º, 5º y 23 ley 18.045). Sin embargo, las acciones de sociedades no inscritas en el Registro De Valores son transadas mediante un sistema especial de subasta pública en la rueda de la Bolsa, sistema que está descrito en el artículo 23 letra b de la ley 18.045. Este sistema es de gran utilidad para la circulación y dinamismo de las acciones que no están inscritas en el Registro De Valores, ya que a pesar de que no se transan diariamente como las acciones inscritas y están sujetas a requisitos más estrictos, se les da la posibilidad a las sociedades emisoras de estos valores, de obtener liquidez, lo que es fundamental para el funcionamiento de una sociedad y en general del mercado de valores.

Los emisores que inscriben sus acciones en el Registro de Valores, posteriormente deberán presentar una solicitud de admisión a la Bolsa De Comercio, la que una vez aprobada, obliga a los emisores que transan en la Bolsa, a cumplir con una serie de requisitos que deberán ser cumplidos para que la sociedad permanezca transando sus acciones en la institución Estos requisitos son:

- Entregar en forma sistemática información financiera y de operación a la Bolsa
- Proveer en forma oportuna información sobre juntas de accionistas y variaciones de capital
- Detalle sobre inversiones en otras sociedades

- Información sobre insolvencia y disolución de la sociedad
- Todo hecho esencial que pueda afectar la cotización de sus acciones en el mercado de valores

En cuanto a estos requisitos, es conveniente analizar si ellos son en demasía rigurosos, o si por el contrario, son imprescindibles para la adecuada información que deben poseer los diversos actores que intervienen en un Mercado de Valores. Ese análisis está en todo momento supeditado a la concepción que se tenga sobre un correcto funcionamiento de este mercado. Una concepción en extremo orientada a la obtención de beneficios particulares para las sociedades e inversionistas señalará que esta regulación es excesiva y entorpece el principio medular de funcionamiento del mercado de valores que es la **libre transferibilidad de los valores**, principio que es transversal a todo el ordenamiento del mercado financiero y que expresamente se encuentra consagrado en el artículo 3º de la ley 18.045. Sin embargo, pensamos que aquellos requisitos de ninguna manera pugnan con aquel principio, sino que al contrario, actúan como una sólida protección y blindaje de aquél, ya que la libre circulación de los valores siempre se producirá, y se fomentará bajo el alero de una adecuada información que puedan obtener todos los que intervienen en el mercado de valores. Por el contrario, con una información deficiente e incompleta, la confianza, que es el elemento vital del mercado financiero, y que lo hace funcionar, se verá mermada y disminuida, y por ello todo el flujo económico y de

inversiones del mercado de valores se verá seriamente perturbado y afectado, lo que en definitiva influye de manera activa en la economía de un país. Es por todo ello, que estimamos que nunca los requisitos que tiendan a informar a los actores del Mercado de Valores, atentarán contra el principio de la libre circulación de los valores, sino que muy por el contrario, fortalecen aquel principio, y ayudan a sembrar la confianza en los intervinientes del mercado financiero, lo que traerá a la larga, un beneficio a todo el sistema financiero.

Por otro lado, los emisores de instrumentos de renta fija y de efectos de comercio que hagan oferta pública de sus valores, también están obligados a inscribirlos en el Registro de Valores para poder transarlos en Bolsa, pero la diferencia es que para ellos es optativa la cotización oficial en Bolsa. Si deciden solicitar su inscripción bursátil, esto debe hacerse ante el Directorio de la institución, y para ello deben proporcionar toda la información relativa a la emisión de dichos valores. Una vez que es aprobada la solicitud, el emisor debe cumplir con las exigencias que deben cumplir las sociedades, y que se señalaron anteriormente.

B.2) Operatoria bursátil

Las operaciones de compra y venta se desarrollan a través de los sistemas electrónicos y en el Salón de Ruedas de la Bolsa De Comercio De Santiago; a este último se puede concurrir libremente a observar el curso de las transacciones. El salón está provisto de tres redondeles para efectuar las operaciones diarias. Dentro de cada uno de ellos interviene un pregonero, el

cual a través de un micrófono va indicando a los digitadores las operaciones realizadas, y éstos últimos ingresan al sistema computacional las operaciones realizadas en tiempo real. Tanto comprador como vendedor deben concurrir donde un Corredor de la Bolsa De Comercio De Santiago, y llenar un formulario especial indicando qué es lo que se quiere comprar o vender y se debe señalar de una manera expresa bajo qué condiciones el Corredor debe cumplir con la orden. Estas condiciones pueden ser:

- fijar un precio para la transacción: esto puede realizarse a través de dos formas; ordenar la compra o venta a un *precio de mercado*, y si es así el corredor intentará obtener el mejor precio de la plaza vigente; o bien fijar un *precio límite*, será máximo o mínimo según se trate de una orden de compra o de venta.

- Condicionar la transacción de acuerdo a una forma de pago:

- A) Pagadera hoy (PH):** esto significa que el precio se paga el mismo día de efectuada la transacción.

- B) Pagadera mañana (PM):** el precio se paga al día siguiente hábil bursátil del día en que se efectuó la operación.

- C) Contado normal:** si se liquida a los dos días hábiles bursátiles de haber sido realizada la operación

- D) Operación a plazo (OP):** puede ser liquidada entre 3 y 180 días desde realizada la operación.

B.2.1) Sistemas de negociación

En la Bolsa De Comercio De Santiago existen cuatro sistemas para realizar las transacciones; a través del Pregón tradicional, del Telepregón, de un sistema de remate tradicional y de un sistema de remate electrónico.

El sistema de Pregón tradicional es aquel en que el Corredor ofrece a viva voz comprar o vender títulos, a la espera de encontrar a otro interesado en las condiciones. Una vez que esto se produce se **calza la operación**; en caso de que la situación anterior no se produzca, el Corredor puede hacer lo que se conoce como una *oferta a firme*, que consiste en ofrecer o demandar un instrumento a cierto precio, llenando una boleta especial donde se indica condiciones de pago y otros datos. Esta información es ingresada al sistema computacional de la Bolsa y se despliega en una pizarra electrónica y en terminales de consulta instalados en el Salón de Ruedas, oficinas de los Corredores, departamentos de la Bolsa, instituciones financieras y organismos públicos conectados a la red de transmisión de datos de la institución.²³

La oferta *a firme*, provoca el efecto de condicionar las transacciones del título sobre el cual versa la oferta, ya que si la oferta es de compra, nadie podrá transar el título a un precio inferior al de la oferta hasta que ésta haya sido tomada; y si la oferta es de venta, no podrán realizarse operaciones sobre ese instrumento a precios que sean superiores al de la oferta. El sistema de *oferta a firme* por lo que podemos apreciar debe ser utilizado en forma seria, ya que por

²³ Bolsa De Comercio De Santiago.op.cit. p. 9

los efectos que provoca sobre las transacciones de los títulos, es fácil que pueda ser utilizado para provocar fluctuaciones artificiales de los precios de las transacciones, para obtener ganancias rápidas e incrementar a su vez los precios de otros títulos, o hacerlos disminuir según sea el caso. Es por todo esto que reclamamos de la Superintendencia De Valores y Seguros una mayor regulación a este sistema de ofertas, que sea distinta a la regulación general de la responsabilidad que contempla la ley 18.045, y que regule un sistema de responsabilidades tanto patrimoniales como penales para los que lo utilicen con fines de manipulación sobre los precios de los títulos. Asimismo la regulación también debe ser hecha por la misma Bolsa De Comercio de Santiago, a través de su reglamento. Hoy en día no existe un sistema de regulación adecuado y uniforme de este sistema, por lo que a la brevedad se debería regular de la manera antes señalada. El sistema de Pregón y de *ofertas a firme* se utiliza para las transacciones en el mercado accionario (de ahí la importancia de impedir alteraciones artificiales de los precios, ya que el mercado accionario es por esencia donde se manifiestan las mayores fluctuaciones en los precios por ser las acciones un instrumento de renta variable), en las transacciones de oro amonedado, dólar, cuotas de fondos de inversión, mercados de futuro y opciones.

En cuanto al sistema de Telepregón, este es un sistema de transacciones electrónicas de acciones, dólares, cuotas de fondos de inversión y opciones que se traduce en que un Corredor ingresa las ofertas de compra y

de venta a una red computacional, y el sistema automáticamente calza las ofertas con otras que sean compatibles. En caso de que no sea esto posible la oferta queda *a firme* en el sistema, y podrá ser calzada en cualquier momento cuando ingrese al sistema otra oferta compatible. Las ofertas y nuevas ofertas que ingresan al Telepregón son incorporadas de inmediato a los sistemas de información de la Bolsa De Comercio De Santiago.

El sistema de remate electrónico es un sistema especialmente creado para las operaciones sobre mercados de renta fija y de intermediación financiera. En este sistema se ingresan las ofertas de venta en un período especialmente condicionado, y en otro período se ingresan ofertas de compra sobre las ofertas de venta ya existentes y en éste último período se realiza el remate. Al término del remate el sistema adjudica el instrumento al inversionista que realice la mejor postura. Toda la información referente al remate electrónico se puede obtener en los diversos terminales de consulta que existen en el Salón De Ruedas de la Bolsa De Comercio De Santiago.

Existe un sistema especial para operaciones fuera de rueda, para la transacción de instrumentos provenientes de intermediación financiera. En este sistema el Corredor actúa como intermediario entre las instituciones emisoras y los clientes, captando recursos y remitiéndolos posteriormente a bancos, financieras y sociedades emisoras de efectos de comercio. Estas operaciones deben ser informadas a la Bolsa De Comercio y registradas oficialmente. Estimamos que es de la mayor importancia que la Bolsa De Comercio de

Santiago cuenta con sistemas especiales que en definitiva otorguen facilidades operatorias a los bancos e instituciones financieras, pues son esas instituciones las que juegan un rol preponderante en el desenvolvimiento del mercado de capitales, a través de la inyección de recursos que hacen buscando rentabilidad a corto o mediano plazo, por ello es que deben contar con un marco regulatorio que les sea cómodo y útil; esto en beneficio del mercado de valores en general.

B.2.2) Cierre oficial de operaciones

La Bolsa De Comercio De Santiago funciona todos los días hábiles excepto los feriados bancarios, en el horario que es determinado por el Directorio de la institución, que generalmente se extiende desde las 9:30 horas hasta las 16:30 en invierno y hasta las 17:30 horas en verano.

Al término de las operaciones se procesa lo que se llama el *cierre oficial diario*, que es un registro en el cual aparecen todos los papeles e instrumentos cotizados, con sus respectivos precios y condición de cierre; ésta última puede ser: *comprador*, si al final de las operaciones se registra una oferta de compra pendiente; *vendedor*, si al final de las operaciones se registra una oferta de venta pendiente; *transacción*, si la última operación corresponde a una transacción efectiva; o *nominal*, si no se efectuó transacción durante el día y tampoco quedó pendiente una oferta vigente al término de las operaciones.

B.2.3) Liquidación de operaciones

Una vez que finaliza la actividad en rueda, se debe proceder a liquidar las transacciones realizadas, operación que consiste básicamente en obtener el pago

por parte del comprador, y por otro lado realizar la entrega física de los valores negociados por parte del vendedor. Este proceso lo realizan día a día los Corredores de la institución. En el caso de que los títulos transados sean nominativos, como es el caso de las acciones, el procedimiento de liquidación se ajusta a una serie de formalidades; en primer lugar el vendedor debe entregar firmados al corredor que actuó como comprador uno o más traspasos, con el objeto de hacerlos aceptar por el cliente que ordenó la compra; una vez que son firmados los traspasos, éstos son enviados a la compañía, la cual procede a inscribirlos en el Registro de Accionistas respectivo con el nombre del nuevo propietario. Con respecto a esto, hay que recordar que el artículo 17 del Reglamento de Sociedades Anónimas señala que la cesión de acciones producirá efecto respecto de la sociedad y de terceros **desde el momento en que se inscriba en el registro de accionistas respectivo**, es por ello que es fundamental inscribir las acciones en este Registro a nombre del nuevo propietario; en caso contrario la cesión de acciones no existe frente a la sociedad ni frente a terceros, pero hay que señalar que para el nuevo propietario sí provoca efectos, ya que precisamente es el **traspaso** el que le da derecho a exigir que se inscriban en el registro las acciones a su nombre, por lo que podemos concluir que el requisito de inscripción **es un requisito solamente de oponibilidad** (formalidad de publicidad) frente a la sociedad y frente a terceros, y no una solemnidad de la que dependa la validez o no del traspaso mismo, ya que este traspaso de acciones se enmarca dentro de las reglas generales de la compraventa de cosas muebles, y esta operación es por esencia consensual, y en razón de ello es que la

compraventa ya **se perfeccionó desde que se calzó la oferta del Corredor con la aceptación del Corredor que representa al comprador, ya que ése es el momento en que se encuentran las voluntades y por lo tanto se forma el consentimiento de acuerdo a las reglas del Código De Comercio (arts.96 y siguientes)**

B.2.4) Costos de las transacciones

Toda operación de compra o venta de títulos está sujeta diversos gastos, tales como:

- Comisión del Corredor, que es pactada libremente entre el Corredor y el cliente, por lo tanto es perfectamente variable
- Derechos de Bolsa, que son fijados por el Directorio de la institución, y que varían según el tipo de instrumento transado.
- I.V.A. que se cobra sobre las transacciones.

C) INSTRUMENTOS QUE SE TRANSAN EN LA BOLSA DE COMERCIO DE
SANTIAGO

C.1) Acciones

Desde un punto de vista conceptual las acciones son:”***instrumentos de renta variable, emitidos por sociedades anónimas y en comandita por acciones, que representan un título de propiedad sobre una fracción del patrimonio de la empresa, es decir, el comprador de una acción o accionista pasa a ser propietario de una parte de la empresa emisora***”²⁴. Desde el punto de vista del emisor, claramente podemos apreciar que las acciones son una alternativa de financiamiento, que introduce nuevos recursos a la compañía. Hay que señalar a su vez que las acciones son un instrumento financiero de renta variable, ya que la rentabilidad que otorgan a los inversores está en función del éxito económico y desenvolvimiento de la compañía respectiva, de ahí es de donde emana la utilidad que constituye rentabilidad y ganancia para el inversor.

Los motivos para adquirir acciones, son dos, en primer lugar la obtención de una rentabilidad, y en segundo lugar la obtención del control de una compañía. En el caso de la rentabilidad, esta puede provenir de variaciones de precios y/o dividendos. La rentabilidad que proviene de variaciones de precios recibe el nombre de ganancia de capital, que en la mayoría de los casos es el principal componente de la rentabilidad que se obtiene invirtiendo en el mercado accionario. Los dividendos son distribuciones periódicas que efectúan las compañías en base

²⁴ Bolsa De Comercio De Santiago. *La Bolsa De Comercio De Santiago y los instrumentos del mercado*. Serie institucional N° 2-1999.[en línea].[Santiago. Chile]. [Consulta 27 de noviembre del 2003]. En www.bolsadesantiago.cl

a la utilidad obtenida en un ejercicio determinado, esta utilidad puede ser reinvertida en la compañía o bien ser distribuida entre sus accionistas en relación al porcentaje de acciones que ellos posean. En este último caso podemos hablar de reparto de dividendos. En cuanto a la obtención del control de una compañía, podemos señalar que esto se traduce en la compra de paquetes importantes de acciones en el mercado, y que su objetivo no es obtener una rentabilidad a corto o largo plazo, sino que obtener el manejo de una compañía a través del ejercicio del derecho a voto que otorga cada acción, y de esa manera integrar el directorio de la empresa, y conducirla tomando las más importantes decisiones. El motivo de la obtención de control es de carácter mucho más permanente que el de la búsqueda de rentabilidad.

C.2) Instrumentos de renta fija

Son aquellos títulos representativos de obligaciones a mediano y largo plazo, que pueden ser emitidos tanto por entidades privadas como por el Estado, con el fin de obtener recursos que se destinarán a financiar actividades productivas, obras de infraestructura o capitalización en general.

La emisión de instrumentos de renta fija es al igual que la emisión de acciones un método de financiamiento, que se diferencia del financiamiento vía emisión de acciones en el grado de compromiso que se adquiere. Financiarse vía emisión de acciones significa ingresar recursos sin comprometer su devolución a un plazo determinado, en cambio, el financiamiento vía emisión de instrumentos de renta fija, **implica adquirir el compromiso de devolver el capital prestado, y pagar**

intereses sobre tal cantidad, todo ello en plazos previamente determinados.

En el caso de la emisión de acciones los recursos obtenidos constituyen pasivo no exigible (patrimonio), y en el segundo caso los recursos obtenidos constituyen pasivo exigible (deuda).

Los instrumentos de renta fija se cotizan en bolsa en relación a su **valor par**, que es el que posee el capital no amortizado, incluidos los intereses devengados (ganados y no pagados) y los reajustes que correspondan. Que un instrumento de renta fija se cotee a su valor par, implica que se tendrá un precio base en torno al cual se podrá calcular si hay una ganancia de capital en caso de pago por parte del emisor, o en caso de una liquidación anticipada del valor en el mercado secundario, si es que se obtiene rentabilidad o por otra parte se pierde dinero en la operación. En general al cotizarse los instrumentos a un porcentaje de su **valor par**, obtenemos en forma inmediata una relación de rentabilidad o retorno efectivo esperado, la que se irá verificando en el momento en que el emisor vaya pagando, o en el momento en que el título se transe en el mercado secundario..

En la Bolsa De Comercio de Santiago, los títulos de renta fija se clasifican en base a su emisor (el Estado o privados) en títulos públicos o privados. Los títulos de renta fija que se transan son: *Bonos de la Reforma Agraria* (CORA), *Bonos de Reconocimiento* (emitidos por las antiguas cajas de previsión social y el Instituto de Normalización Previsional, que representa la deuda de estos organismos con los afiliados al nuevo sistema de pensiones), *Certificados de*

Ahorro Reajustables (emitidos por el Banco Central De Chile, con el objeto de agilizar el rescate de los valores hipotecarios reajustables, que habían permanecido bloqueados desde 1975), *Pagarés para Instituciones de Previsión Social*, *Pagarés Reajustables de Tesorería*, *Pagarés Dólar Preferencial*, *Pagarés Portador Banco Central*, *Pagarés Capítulo 18 y 19*, *Pagarés de Tasa Flotante*, *Pagarés Del Banco Central De Chile con pago de cupones*, *Pagarés compra cartera*, *Debentures*, *Letras de Crédito Hipotecario*, *Bonos Bancarios* y *Bonos Leasing*.

C.3) Instrumentos de intermediación financiera

Son aquellos títulos representativos de obligaciones, principalmente de corto plazo y que representan a emisiones de carácter único, no seriado, que básicamente se emiten para financiar gestiones de corto plazo, o para operar como instrumento de regulación monetaria. Desde el punto de vista del comprador estos instrumentos son una alternativa de ahorro que permite aprovechar las fluctuaciones de la tasa de interés de corto plazo.

La cotización en Bolsa de estos instrumentos se realiza a través de la aplicación de una tasa de descuento, que consiste en actualizar el monto final o valor de retorno de un pagaré, en función de una tasa de interés denominada tasa de descuento, y de esa forma se obtiene el valor inicial o de captación. En la práctica la tasa de descuento que se aplica a los instrumentos está en directa relación con las tasas de interés de corto plazo vigentes en el mercado financiero. La tasa de descuento generalmente está referida a un período de 30

días, pero cuando la operación es reajutable, se usa una tasa real, referida a un período de 365 días. Estos instrumentos de intermediación financiera también se clasifican en públicos y privados; dentro de la primera clase tenemos: *Pagarés Descontables del Banco Central*, *Pagarés Reajustables del Banco Central*, y los *Pagarés Descontables de Tesorería*. A la segunda clase pertenecen los pagarés emitidos por instituciones financieras y los efectos de comercio.

C.4) Mercado del dólar

En este mercado se practican transacciones de dólares de Estados Unidos, esta moneda es demandada por las personas en razón de rentabilidad y riesgo, y también para efectos de servir como medio de cambio. En general se demanda para cubrir pérdidas de valor de la moneda local.

Las negociaciones de esta divisa en la Bolsa se realizan a través del sistema de Telepregón ya analizado, y en los mismos horarios en que se transan las acciones. Hay que señalar que la Bolsa De Comercio De Santiago está facultada para transar dólares en cualquiera de los sistemas de negociación que ella posee. Las transacciones de dólares pueden efectuarse pagadera hoy (PH), pagadera mañana (PM), o contado normal. Esta última modalidad implica su cancelación al día subsiguiente de realizada la operación respectiva.

C.5) Mercado de oro físico

El oro, por poseer un valor intrínseco, ha sido utilizado por los distintos Estados como reserva monetaria a nivel internacional. Siempre se destaca la fortaleza del oro en los momentos de debilidad económica internacional.

La Bolsa De Comercio De Santiago se encuentra facultada para transar oro acuñado por el Banco Central De Chile en forma de monedas, gospels y onzas trío. Es importante señalar que en las transacciones de oro se debe cuidar con celo la manipulación física del mineral, ya que una pequeña raspadura o limadura provocará una baja en el precio de la respectiva moneda.

El oro generalmente es demandado para cubrir riesgos en un largo plazo.

C.6) Mercado de futuros

Es un mercado de la Bolsa De Comercio De Santiago en el que se negocian contratos estandarizados, que se refieren a un bien definido, en donde las partes se comprometen a comprar o vender en una fecha futura, un número determinado de este bien a un precio que se determina en el presente.

Las transacciones de futuros se realizan a través del sistema electrónico de Telepregón entre las 9:30 y las 13:20 hrs.

Dentro de los futuros transados en la Bolsa de Santiago, encontramos contratos de dólares estandarizados en montos de diez mil dólares estadounidenses cada uno. Su cotización fluctúa en base a los valores que toma día a día el dólar observado informado por el Banco Central De Chile.

También dentro de este mercado se transan contratos sobre el Índice De Precios Selectivo De Acciones (IPSA), donde el valor de cada contrato es el equivalente en pesos al índice de cada día multiplicado por dos mil. Entonces la cotización de este contrato depende directamente de las fluctuaciones del índice IPSA.

Dentro de este mercado los precios se valorizan diariamente debido a las fluctuaciones ya indicadas (precio del dólar e IPSA) y al precio de cierre de cada día de estos índices, y es sobre estas fluctuaciones sobre las que se calculan las ganancias o pérdidas que obtiene cada cliente día a día. En caso de que resulten pérdidas, el cliente deberá abonar el monto correspondiente dentro del mismo día que se produce la pérdida, y en caso de ganancias éstas podrán ser retiradas a la brevedad.

C.7) Mercado de opciones

En este mercado se negocian contratos estandarizados llamados opciones. Una opción es un contrato a través del cual el comprador o titular adquiere a un cierto valor llamado prima de la opción, el derecho de comprar o vender a un precio prefijado (de ejercicio), y durante un plazo establecido, un número determinado de acciones de una sociedad. Vencido el plazo de vigencia de la opción, este derecho expira. En este contrato el vendedor o lanzador se obliga a vender o comprar las acciones al precio prefijado si lo requiere el comprador o titular dentro del período especificado. El titular de una opción podrá ejercerla exigiendo que se le venda o compre el activo en cuestión al precio de ejercicio,

transfiriendo los derechos a un nuevo titular, o simplemente dejar que venza extinguiéndose los derechos sin haberlos ejercido. El lanzador de una opción tendrá la obligación de entregar los activos y recibir los dineros si se hace exigible la compra o la venta durante el período en que está vigente la opción.

En la Bolsa De Comercio De Santiago se negocian los siguientes contratos de opciones:

-*Opciones de compra o CALL*: opción que otorga a su titular, por un plazo establecido, el derecho para comprar un determinado número de acciones a un precio preestablecido.

-*Opciones de venta o PUT*: opción que otorga a su titular, por un plazo establecido, el derecho de vender un número de acciones, a un precio prefijado.

El sistema para negociar opciones se realiza a través del sistema electrónico de Telepregón, en horario continuo entre las 9:30 y 16:30 en invierno, y las 9:30 y 17:30 en verano.

C.8) Cuotas de fondos de inversión

Son instrumentos de renta variable que representan una parte del patrimonio de un fondo de inversión, o sea el comprador de esa cuota pasa a ser dueño de una parte del fondo de inversión, al igual que las acciones. Los motivos que inducen a la compra de cuotas de fondos de inversión son la obtención de rentabilidad y control del fondo. Los fondos de inversión son patrimonios integrados por aportes de personas naturales y jurídicas, para su

inversión en los valores y bienes que autoriza la ley 18.815 y el reglamento interno del fondo. La administración de los fondos de inversión es ejercida por sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo es la inversión de los recursos del fondo en conformidad a la ley y su reglamento respectivo, actuación que está supervigilada por la Superintendencia De Valores y Seguros.

D) Conclusiones respecto al funcionamiento de la Bolsa De Comercio De Santiago

Al llegar a este punto en nuestro trabajo, es necesario hacer una reflexión respecto a la operatoria bursátil, en especial con respecto al principal activo que posee el mercado de capitales, que es la información.

Con respecto a esto, la Bolsa De Comercio De Santiago cumple a cabalidad a través de sus sistemas, con una difusión adecuada y óptima de la información, lo que es fundamental para fomentar la confianza al interior del sistema financiero. Cumple con esta labor la Bolsa en cada uno de sus sistemas para realizar las transacciones (Telepregón, remate electrónico, etc), y en este sentido la regulación de todos esos sistemas es lo suficientemente adecuada, no deja elementos al azar y básicamente cuida y se preocupa de entregar a cada uno de los intervinientes que actúan en la Bolsa la información adecuada en relación a la transacción de cada valor que se realiza. De esa manera al realizarse una transacción se refleja en ella toda la información disponible con respecto al valor transado. En esa transacción, el precio respectivo es determinado a través del libre juego de la oferta y la demanda, sin permitir que mediante maniobras artificiosas y premeditadas se pueda influir en la determinación de ese precio, lo que refleja un funcionamiento bursátil óptimo, y de esa manera el mercado de capitales operará de manera mas transparente, ya que hay que recordar que la Bolsa De Comercio de Santiago, y en general las Bolsas de Comercio son el reflejo y la cara visible del funcionamiento del mercado de capitales.

Con respecto a la información y el papel que juega en la determinación de los precios de los valores, es necesario referirse a la *hipótesis de mercado de capitales eficiente*. Según esta hipótesis se define como mercado eficiente **“aquel en el cual los precios de valores bursátiles reflejan toda la información pública disponible relacionada con los valores mobiliarios”**²⁵

Las investigaciones que se han llevado adelante para determinar si el mercado incorpora toda la información en el proceso de determinación de los precios, han determinado que la hipótesis de mercado eficiente se manifieste en tres formas, una forma débil, una forma intermedia o semifuerte y una forma fuerte.

La hipótesis débil del mercado eficiente postula que no existe dependencia alguna entre los sucesivos cambios de precios de los títulos, lo que implica que los precios históricos de los valores no pueden ser utilizados por los inversionistas para obtener beneficios superiores a los normales. Esta hipótesis en el fondo señala que sería una manifestación de ineficiencia del mercado el hecho de que en base a un análisis de los precios históricos se pudiese predecir el precio de un determinado valor, es por ello que esta variante de la teoría postula que el mercado *“no tiene memoria”*, y que por ello los precios históricos de los valores no poseen mayor importancia.²⁵

La hipótesis semifuerte de mercado eficiente postula que toda la información que sirve de base al análisis fundamental se incorpora total e

²⁵ Parada, Rigoberto, *El mercado de valores en Chile, Análisis teórico y características*. Bolsa De Comercio De Santiago. Chile. 1987. p.119

²⁶ Parada. op.cit. pp. 121-122

inmediatamente al precio del título, por lo que el valor de mercado del título es el verdadero valor intrínseco y representa el conjunto de información disponible. En otras palabras esta hipótesis postula que la información se ajusta instantáneamente al precio del valor, por lo que no pueden haber valores sobrevaluados o subvaluados. Hay que señalar que esta variante de la teoría considera que la información que se incorpora a la determinación del precio de un valor, es la información pública disponible que existe con respecto a determinado título, y no considera la información privada para estos efectos, porque ésta queda a disposición de los inversionistas.

Por otro lado nos encontramos con la tercera variante de la teoría, que es la llamada hipótesis fuerte de mercados eficientes, y ella supone que toda la información pública y privada se refleja totalmente en los precios de los valores bursátiles que se transan, lo que implica que nadie podría obtener una rentabilidad superior a la normal si dispusiese de una información privada o monopólica con respecto al valor.²⁶ Consecuencia de esta variante de la hipótesis es que pierde cualquier valor agregado la información reservada o secreta que los inversionistas posean con respecto al título que se está transando, ya que según esta concepción toda esa información se incorpora en forma instantánea a la determinación del precio del valor y no queda a disposición de los inversionistas, y en consecuencia pierde valor.

A la luz de la teoría de mercados eficientes, que se encarga de explicar a través de sus variantes cómo juega la información en el proceso de

²⁷Ibid.p.123

determinación de los precios de los valores, podemos concluir que en el mercado bursátil chileno, y por ende, en la Bolsa De Comercio De Santiago la hipótesis que se da es la semifuerte, ya que la información que en el mercado de valores chileno se incorpora a los valores para determinar su precio, es la información pública disponible sobre un determinado título, y la información privada queda a disposición de los inversionistas, que pueden obtener ganancias haciendo uso legítimo de ella, en los términos permitidos por la ley 18.045 de Mercado de Valores.

En conclusión, la Bolsa De Comercio De Santiago, cumple de manera eficiente con la distribución de la información entre todos sus intervinientes, y es por eso que no necesita de cambios en este aspecto, ya que cumple con el rol de cautelar la confianza en el mercado de capitales a través de su organización vigente.

CAPITULO TERCERO: REGULACIÓN JURÍDICA DE LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO

Al analizar la regulación jurídica de la Bolsa De Comercio De Santiago, comenzaremos analizando en primer lugar las normas que se encuentran en la Constitución Política Del Estado de 1980, por ser estas las normas que constituyen la base de toda actividad económica en el país, posteriormente analizaremos las normas legales correspondientes, tales como la Ley 18.045 que regula el mercado de valores, la Ley 18.046 que contiene una regulación de las sociedades anónimas especiales (Bolsas) y las normas que regulan a la sociedades anónimas abiertas (aplicables también a las Bolsas de Valores). Por otra parte también se hará un análisis de la regulación que la autoridad administrativa hace respecto del mercado de capitales en las materias que se relacionen con el funcionamiento de las Bolsas de Comercio, en especial con la de Santiago.

Se hace presente que al analizar los referidos cuerpos legales, se pondrá énfasis en lo que a nuestro juicio debería modificarse, proponiendo las reformas adecuadas según corresponda.

A) Aspectos constitucionales

En este contexto, son dos las normas que se relacionan con el funcionamiento de una Bolsa de Valores, en primer lugar es fundamental mencionar el artículo **19 Nº 24** de la Constitución, que al consagrar el derecho de propiedad de una manera férrea y clara, hace posible que exista una seguridad jurídica para los inversionistas que intervienen en el mercado bursátil. De no existir garantías claras como las que existen al respecto, la economía se vería afectada y quedaría sin ningún tipo de impulso, lo que obviamente repercute en el funcionamiento del mercado de capitales, mermando la confianza, que es el elemento y motor fundamental de ese mercado.

En conclusión, la garantía constitucional antes señalada hace posible que las personas que invierten en cualquier tipo de mercado, lo hagan con la seguridad de que su derecho de propiedad será respetado a todo evento, salvo las excepciones que se establecen en el mismo precepto.

Por otra parte nos encontramos con el artículo **19 Nº 21** que consagra el derecho a desarrollar cualquiera actividad económica que no sea contraria a la moral, al orden público o a la seguridad nacional, respetando las normas legales que la regulen. Esta garantía constitucional es obviamente complementaria de la garantía del derecho de propiedad, y ambas dan el blindaje para que distintos mercados se puedan desarrollar, entre ellos el mercado bursátil, que es la cara visible del mercado de capitales de un país. Esta garantía es la base para el

desarrollo de sociedades de distinto tipo que quieran emprender actividades económicas, y obviamente esto repercute en la Bolsa De Comercio De Santiago, ya que esta entidad es una sociedad anónima especial, que se regula por las normas de las sociedades anónimas abiertas y por ende, la constitución a través de esta norma la ampara.

Las normas constitucionales antes señaladas dan el marco para que los mercados económicos se desarrollen adecuadamente, entre ellos el mercado bursátil, que es amparado y protegido por la cobertura de estas normas, poseyendo la seguridad jurídica necesaria para fomentar la confianza al interior del mercado de capitales.

A) Regulación legal

B.1) Ley 18.045

En este cuerpo legal que norma el funcionamiento del mercado de valores, la regulación específica de las bolsas de valores se encuentra en el título VII de la ley, que comprende desde los artículos 38 al 51.

El primer punto que es interesante destacar de esta normativa, es la definición de Bolsas de Valores que realiza el artículo 38. Esta es una definición muy certera, que define con precisión el objeto de estas entidades, que es el de **proveer de la implementación física necesaria para realizar las transacciones**

respectivas mediante la implementación de mecanismos continuos de subasta pública. Esta es una acertada definición que da nuestra ley, ya que aparte de señalar el objeto, hace hincapié en los mecanismos de subasta **pública**, y al ocupar la palabra pública reafirma el carácter de mercado formal de estas instituciones, ya que se está reafirmando que la Bolsa está obligada a entregar la información relativa a las transacciones a los intervinientes y autoridades respectivas, para efectos de mantener una transparencia en las operaciones. Recordemos que un mercado formal es aquel en que la información es puesta a disposición de los intervinientes mediante conductos regulares y continuos, y esto es lo que quiere cautelar la ley en este artículo, una transparencia en la información que emana de las transacciones realizadas en Bolsa. Hecho esto, la confianza se ve fortalecida en el mercado, lo que se traduce en más dinamismo, profundidad y eficiencia del mercado.

El artículo 39 de la ley, obliga a las bolsas a autorregularse adecuadamente en función de mantener un mercado **competitivo, equitativo, ordenado y transparente**. También señala que deberán regular la actividad de los Corredores de Bolsa y fiscalizar el cumplimiento de la regulación que la misma institución dicte. Lo que está haciendo esta norma es poner en claro que cualquier regulación que dicten las bolsas de comercio para sí mismas o para los Corredores de Bolsa, debe ser hecha en función de cautelar la transparencia en las operaciones, principio que informa toda la ley 18.045 y todo el mercado de valores, por lo que esta norma es de gran utilidad, ya que obliga a incluir en normas que son de

carácter netamente reglamentario principios que se contienen en regulaciones legales de carácter general.

El artículo 40 señala cuál es la regulación de carácter más amplio para las Bolsas de valores, y **les hace aplicables las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas siempre que no sean contrarias a las normas de la ley 18.045** y señala expresamente que quedarán sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros. Al señalar todo esto la norma, en primer lugar, hace aplicable expresamente a las Bolsas De Valores de manera general y en lo que no sea contrario a la ley de Mercado de Valores, la normativa que rige a las sociedades anónimas abiertas. Sobre esto hay que señalar que las Bolsas de Comercio, aunque **se rijan** por estas normas, **no son sociedades anónimas abiertas**, ya que no se enmarcan dentro del artículo 2 de la ley 18.046 que señala los requisitos que debe cumplir una sociedad para ser considerada una sociedad anónima abierta, o sea, una cosa es que la ley le **haga aplicable** la normativa que rige a las sociedades anónimas abiertas y otra cosa es que las Bolsas de Comercio sean efectivamente sociedades anónimas abiertas, lo cual no ocurre en el sistema chileno, donde las Bolsas de Comercio son **sociedades anónimas cerradas**. Reafirma nuestra posición el artículo 40 N° 4 de la ley 18.045, que señala que estas entidades deben constituirse con un mínimo de diez accionistas, lo que es totalmente contradictorio con el ya señalado artículo N° 2 de la ley 18.046, que señala que es una sociedad anónima abierta la que tiene quinientos o más accionistas, o la que el diez por ciento de su capital suscrito

pertenece a un mínimo de cien accionistas. Por lo tanto, concluimos que al señalar la ley 18.045 que las Bolsas De Valores se rigen por las normas que regulan a las sociedades anónimas abiertas, sólo lo hace para efectos de recalcar que están sometidas a la fiscalización de las autoridades correspondientes (SVS), (ya que precisamente son las sociedades anónimas abiertas las que quedan sometidas a la fiscalización de la Superintendencia, no así las sociedades anónimas cerradas) , y no significa que las Bolsas sean efectivamente sociedades anónimas abiertas. Esta situación también la confirma el artículo 2 N° 3 inciso tercero de la ley 18.046 que señala que las sociedades anónimas cerradas que por ley se tengan que someter a las normas que rijan a las sociedades anónimas abiertas, quedarán sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, por lo tanto, está mas que claro que la intención al señalar que a las Bolsas De Valores se les aplican las normas que regulan las sociedades anónimas abiertas, es reafirmar con énfasis, que estas entidades quedan sometidas a la fiscalización de la Superintendencia De Valores y Seguros.

Es imprescindible y por ende es acertado lo que hace la ley al aplicarle estas normas que consagran la facultad de la autoridad de fiscalizarlas, debido a la función que ellas ejercen, que es intermediar valores, vale decir, por las Bolsas de Valores pasa el dinero de terceros, por lo que no se trata de una simple sociedad anónima, sino que de una entidad sobre la cual está comprometida la fe pública. Esta fe pública se basa en otorgar una seguridad a los inversionistas y al público en general de que ésta entidad funcionará bajo condiciones de

transparencia adecuadas.

Continuando con el análisis del artículo 40 de la ley 18.045, éste a continuación señala diversas modalidades a las que están sujetas las Bolsas de Valores. Es interesante en este ámbito destacar el N° 4 de este Artículo, que en su inciso segundo señala que si el patrimonio neto durante su vigencia se redujere a una cifra inferior a treinta mil unidades de fomento la Bolsa tendrá un plazo de tres meses para subsanar este déficit. Si este plazo vence sin que la situación haya sido subsanada, la Superintendencia De Valores y Seguros podrá revocarle la autorización de existencia, a menos que este mismo organismo autorice que el capital o sus accionistas queden disminuidos en razón del déficit experimentado. Creemos que esta norma cumple una labor muy importante, ya que trata de mantener la integridad del capital de la bolsa, y se esmera en evitar reducciones de él, lo que en definitiva constituye una seguridad para las personas que cotizan en Bolsa, para efectos de eventuales responsabilidades patrimoniales de esta institución.

El número 5 del artículo 40 es una norma vital para el funcionamiento de las Bolsas de Valores, ya que establece que cada accionista de la Bolsa **sólo podrá ser dueño de una acción**, y de esa manera se mantiene la propiedad de las Bolsas en un ámbito de equilibrio y se evita que el control esté en manos de unos pocos. Por el contrario, se divide entre todos los accionistas otorgando en definitiva participación equilibrada a todos los socios de la Bolsa de Valores, lo que nuevamente produce una seguridad en cuanto a que el manejo de las Bolsas de

Comercio se hará cautelando la fe pública que está depositada en esta institución.

El número 6 del artículo analizado marca la característica principal en cuanto al funcionamiento de las Bolsas de Valores en Chile, ya que impone la obligación a los Corredores de bolsa para poder actuar como tales, de **adquirir una acción de la Bolsa**. A mi juicio, esta norma debe ser derogada ya que produce consecuencias que no son adecuadas para el mercado de capitales, y precisamente provoca efectos que son los contrarios al espíritu de esta ley que vela por la transparencia y el repudio a los manejos económicos en manos de unos pocos. En la práctica, esta norma es la culpable de que las Bolsas de Comercio a lo largo de la historia chilena, tengan un marcado carácter elitista y hasta en muchos casos excluyente de inversionistas que no detenten un poderío económico fuerte, ya que al establecer este requisito en primer lugar se impide que las Bolsas de Comercio estén abiertas a un piso de personas que no compra una acción de dicha entidad, sino que por el contrario sólo permite ejercer labores de Corredor de Bolsa a aquellas personas que hayan adquirido una acción de la Bolsa respectiva. Al exigir esto, inmediatamente se está cerrando la institución a que ingresen a ella más Corredores, lo que actuaría en beneficio de la competencia interna entre ellos.

En segundo lugar lo que causa esta norma es que las sociedades de Corredores de Bolsa que están operativas actualmente, ejerzan una suerte de monopolio en las diversas Bolsas de Valores. Por ello muchas veces actúan concertados en la fijación de las comisiones respectivas, y los inversionistas que

lograrán ingresar al sistema sólo serán aquellos detentadores de un poderío económico bastante consolidado, ya que a la persona que no está en esas condiciones se le hace prácticamente imposible ingresar al sistema bursátil, precisamente por los altos costos que debe sostener al invertir en ella, producto de las comisiones que debe pagar a los Corredores para poder realizar las transacciones respectivas. Esas altas comisiones se cobran precisamente porque el sistema de Corredores de Bolsa imperante impide que haya varias compañías de Corredores, sino que como se señaló, sólo se permite ser Corredor, a la persona que es dueña de una acción de la Bolsa respectiva. Para ejemplificar esta situación pertinente es referirse a lo ocurrido con el holding Inverlink, al cual por acuerdo del Directorio de la Bolsa De Comercio De Santiago, se le remató la acción que poseía sobre esta entidad debido a los escándalos financiero-delictuales ocasionados por el holding. A este respecto citaremos la publicación del diario El Sur que trata brevemente sobre esta situación:

“ En tanto, hoy saldrá a remate a un precio mínimo de 346 millones de pesos, la acción que la corredora Inverlink posee en la Bolsa De Comercio De Santiago, y que le permitía operar como corredora, según lo que acordó ayer el directorio de la institución. En una sesión ordinaria, el directorio de la Bolsa acordó que el remate es lo que procede para asegurar la situación de sus socios Covarrubias y Compañía, ya que el título permanece en la Bolsa de Comercio como prenda y endosado a nombre de esta entidad.”²⁸

²⁸ Diario El Sur. *Decretada quiebra de Inverlink capitales*. [en línea]. [Chile]. [Consulta 14 de diciembre del 2003]. En www.elsur.cl

Con un análisis a primera vista de esa publicación podemos darnos cuenta de cómo funciona actualmente el sistema de Corredores al interior de las Bolsas de Comercio, y en especial en la Bolsa De Comercio De Santiago. Lo que acá apreciamos y que no deja de sorprender, es el elevado precio de una acción de la Bolsa De Comercio De Santiago, y ello, sumado a la obligación de comprar una acción para ser Corredor, nos viene a explicar la razón de que las Bolsas De Comercio en la práctica estén controladas por una esfera reducida de personas, ya que no cualquier sociedad está en condiciones de adquirir una acción a un valor superior a trescientos millones de pesos (en el caso señalado la acción se remató a un precio cercano a los quinientos millones de pesos) , lo que trae como consecuencia que las sociedades que sí están en condiciones de adquirirla, y por ello pasen a ser a la vez Corredoras de Bolsa, queden en una situación prácticamente monopólica, lo que en ningún caso ayuda a la fluidez del mercado de capitales y a la transparencia que debe existir en éste. Entonces al analizar este artículo publicado se aprecia que el sector de los Corredores de Bolsa sólo está manejado por unas pocas compañías, que entre ellas pueden realizar diversas operaciones, sin que exista la posibilidad de que una persona jurídica ejerza esas labores sin que haya comprado una acción de la Bolsa respectiva, lo que elimina posibilidades de competencia entre las Corredoras, lo que es a todas luces perjudicial para el mercado bursátil.

Como conclusión de todo lo dicho anteriormente, se colige que esta norma es la causante de que la gran mayoría de los chilenos que representan

básicamente a la clase media, estén excluidos de las operaciones bursátiles, ya que ciertamente no están en condiciones de pagar las altas comisiones que exigen los Corredores, altas comisiones que son producto del pequeño número de empresas Corredoras de Bolsa habilitadas para ejercer esta labor (ya que se les obliga a comprar una acción como ya se vio y de un valor muy elevado) lo que monopoliza la actividad bursátil y la aleja del común de las personas quedando ésta con un status prácticamente elitista y discriminatorio.

Por suerte esto está pronto a terminarse ya que en el proyecto de Reforma al Mercado de Capitales II, se elimina el requisito de la compra de la acción para poder ejercer labores de Corredor de Bolsa, lo que se llama técnicamente *desmutualización de la Bolsa*. Al tratar este tema el Mensaje del Ejecutivo contenido en el proyecto de reforma enviado a la Cámara de Diputados señala “**Al separar a las personas que tienen los derechos de propiedad de las que poseen los privilegios de transacción, puede ejercerse una mayor fiscalización y autorregulación, lo que reducirá el conflicto de intereses dentro de una bolsa estructurada como una mutual.**”. También señala el mensaje “**Adicionalmente se propone que las bolsas de valores puedan ser objetos de procesos de cambio de control, ya que sólo se deberá adquirir una participación mayoritaria en la sociedad y no requerir la aprobación de los corredores que transan a través de ella. La estructura de propiedad de las bolsas desmutualizadas permitirá realizar aumentos de capital que facilitan la obtención de recursos para realizar mejoras tecnológicas a los**

sistemas de transacción u otros fines.” El mensaje es claro en cuanto a las positivas consecuencias que traerá la *desmutualización* para las Bolsas de Valores, especialmente porque quedará el camino libre para realizar aumentos de capital que permitan financiar diversos proyectos, y porque será más fácil y transparente la fiscalización, tanto de la Bolsa misma, como de los Corredores que en ella intervienen. Obviamente también se producirá como consecuencia natural e inmediata que se integren más Corredores a las Bolsas, lo que fomentará la competencia interna entre estos intervinientes, lo que en definitiva va en beneficio de los inversionistas, ya que la posición cuasi monopólica que detentaban hasta hoy en cuanto a su labor de intermediarios de valores desaparecerá y así las comisiones cobradas por ellos tendrían que bajar ya que se producirá un aumento en la oferta del servicio. A este respecto, es necesario señalar que la Ley de Mercado de Valores en su Artículo 66 establece total libertad para cobrar comisiones por intermediación de valores o colocación de ellos. Esto, sumado a que los Corredores son a su vez, dueños de la Bolsa en el actual sistema, trae como consecuencia que se reafirme su posición cuasi monopólica y que en la práctica las comisiones cobradas por los Corredores sean altísimas.

Esta reforma actualmente se encuentra en tramitación, está contenida como se dijo anteriormente en el proyecto de Reforma al Mercado de Capitales II, y a mi juicio constituye la innovación legal más sustancial en materia de Bolsas De Valores que se ha realizado hasta el momento, ya que se está rompiendo con un sistema que data desde la época de la creación de las Bolsas De Comercio

chilenas, y lo que en la práctica se está haciendo es concretar una apertura de estas instituciones, creando más espacios en su interior, lo que en definitiva llevará a que sea más fácil para una persona (natural o jurídica) que no detente un poder económico fuerte, participar activamente en el mercado bursátil y en definitiva en el mercado de capitales, y que las Bolsas de Comercio y el mercado de capitales en general estén abiertos a la gran mayoría de las personas y así se terminará con los viejos quistes de poder que se detentan en este mercado, que no hacen más que entorpecer e impedir la evolución y profundización del mercado financiero chileno.

Continuando con el análisis de la regulación que hace la ley 18.045 de las Bolsas De Comercio, en el número 8 del artículo 40 en su inciso final se señala que los titulares de las acciones emitidas por una Bolsa De Comercio no tendrán derecho a ejercer la opción que prescribe el Artículo 25 de la ley 18.046 que consagra el **derecho de opción preferente** que poseen los accionistas de las sociedades anónimas. Creemos que esta disposición no era necesario incluirla, y que es una impropiedad de la ley, ya que basta con lo que prescribe el N° 5 del mismo artículo 40 para despejar cualquier duda sobre la posibilidad de adquirir más acciones por parte de los accionistas de una Bolsa De Comercio, ya que en ese punto se señala claramente que **cada accionista de la Bolsa sólo podrá ser dueño de una acción**, por lo que automáticamente al señalar eso se elimina la posibilidad de ejercer el derecho de opción preferente por parte de los accionistas de la Bolsa. Consecuencia de todo lo señalado anteriormente podemos concluir

que la disposición contenida en el Artículo 40 N° 8 está de más y no concretiza ningún aporte a la regulación de las Bolsas De Valores. En cuanto a este tema, Adolfo Ortega (*op.cit.p.125*), señala: ***“creemos que la ley 18.045 ha incurrido en una impropiedad al referirse al art. 25 de la ley 18.046 ya que sea que las acciones sean ordinarias o privilegiadas, en realidad los accionistas de la Bolsa nunca tendrán el derecho de opción preferente del citado art. 25, porque conforme al art. 40 N° 5 ya mencionado cada accionista sólo puede ser dueño de una acción “***. Esta opinión refleja lo innecesaria que es esta norma.

Hay que señalar para todos los efectos, que aunque las Bolsas de Comercio no sean sociedades anónimas abiertas, sí **son sociedades anónimas especiales**, esto en razón de lo prescrito en el artículo 41 de la ley 18.045, que señala que para establecer una Bolsa de Valores, se requiere una autorización previa de la Superintendencia De Valores y Seguros. **Precisamente una sociedad anónima especial es aquella que no puede nacer válidamente a la vida del derecho ni establecerse sin que medie una autorización especial de la autoridad correspondiente.** Esto es, precisamente, lo que ocurre en el caso de las Bolsas de Comercio (esta materia se tratará al analizar la regulación contenida en la ley 18.046), y no podía ser en este caso, de una manera distinta, ya que por la naturaleza de las actividades realizadas en ella, el interés y la fe públicas están puestas en las Bolsas, fundamentalmente porque trabajan con el dinero de terceras personas que son los inversionistas, y su funcionamiento

repercute de manera activa y principal en el funcionamiento del mercado de valores, y por ende, en el funcionamiento de la economía de un país.

Los artículos 42 a 44 bis básicamente contienen prescripciones con las cuales deben cumplir las Bolsas De Comercio en relación con su infraestructura, que debe ser apta para la realización de las diversas transacciones. También dentro de estos artículos se señala que la Bolsa debe ser capaz de acreditar ante la Superintendencia, que posee sistemas adecuados para la circulación de la información entre todos sus intervinientes. Un punto importante es el que está señalado en el artículo 44, que reglamenta el contenido que deben tener las autorregulaciones de la Bolsa, y que apunta fundamentalmente a clarificar los derechos y obligaciones de los Corredores de Bolsa, a promover principios justos y equitativos en las transacciones que en ellas se realicen y a proteger a los inversionistas de fraudes y de toda práctica ilegítima; normas y procedimientos de sanción, suspensión o expulsión en caso de infracciones a la ley de Mercado de Valores, sus normas complementarias o normas reglamentarias dictadas por la propia Bolsa; normas que establezcan con claridad derechos y obligaciones de los emisores de valores en lo relativo a la información que éstos deben proporcionar al mercado financiero respecto de su situación jurídica, económica o financiera y sobre cualquier hecho relevante que influya en la transacción de sus valores. También se le impone a las Bolsas la obligación de contar con sistemas de información y comunicación en tiempo real respecto de las transacciones que se realicen en ellas, y en general les obliga a contar con sistemas que difundan las

información financiera de la manera más rápida posible entre los inversionistas y los intervinientes.

Estas normas están cumpliendo una función muy importante en el sentido de que imponen con énfasis a las Bolsas De Comercio la obligación de cautelar que la información circule con la rapidez requerida, y por sobre todo, de velar por la veracidad de la información, lo que influye favorablemente sobre la confianza necesaria para un adecuado comportamiento y funcionamiento del mercado de capitales.

El artículo 46 de la Ley 18.045 establece los requisitos necesarios para ser Director de una Bolsa De Valores. A este respecto estimamos que la ley no contempla los requisitos educacionales adecuados que debe cumplir un Director para ejercer como tal en una Bolsa de Valores, ya que sólo exige el requisito de haber cumplido cuarto medio, lo que claramente no habilita para administrar de una manera correcta y eficaz una sociedad anónima como lo son las Bolsas De Valores, dada la especialidad de las actividades que se llevan a cabo en ellas, y fundamentalmente porque en esta entidad descansan un interés y una fe públicas en que ésta desempeñe adecuadamente sus funciones, dado que éstas operan con inversiones ajenas. Por todo ello creemos que es insuficiente el requisito educacional exigido para ser Director de una Bolsa, y se debería exigir educación superior relacionada y ligada al mercado de valores en cualquiera de sus áreas.

Velando por la transparencia y fluidez del mercado bursátil, el artículo 47 de la ley de mercado de valores otorga mérito ejecutivo a los documentos emitidos

por el Corredor de Bolsa o por su oficina que acredite la liquidación de una operación entre éste y otros Corredores o sus clientes. De esta manera se cautela la seguridad de los inversionistas en cuanto a las transacciones que realizan, ya que ante un eventual conflicto entre éstos, o entre Corredores, los documentos emitidos ahorrarán la discusión de la situación en un juicio de lato conocimiento, y de inmediato se podrá proceder ejecutivamente, lo que ahorra costos y tiempo, y además garantiza la posibilidad de restablecer el imperio del derecho en un corto tiempo. En definitiva esta norma ayuda al funcionamiento de un mercado de capitales sin trabas ni obstáculos de ningún tipo.

Como conclusión del análisis efectuado a la regulación hecha por la Ley 18.045 a las Bolsas De Valores, podemos señalar que este cuerpo legal reglamenta de una manera adecuada a estas entidades, ya que posee la claridad suficiente en la mayoría de sus disposiciones, para apreciar que lo que persigue la ley ante todo es la mantención de una Bolsa De Valores que sea transparente frente a todos sus intervinientes en las transacciones, que mantenga un sistema de información eficiente que logre evitar manejos ilícitos de operaciones y de precios, y que básicamente cuente con la infraestructura adecuada para que día a día se realicen operaciones sin riesgo alguno.

Las críticas que se podrían hacer a la regulación que hace esta Ley, van de la mano con lo señalado anteriormente en cuanto al requisito para ser Corredor de Bolsa (compra de acción), pero a su vez se señaló que esta situación esta pronta a ser solucionada por la futura Reforma al Mercado de Capitales actualmente en

tramitación en el Congreso Nacional. Aparte de esta situación pronta a terminar no podemos realizar alguna crítica sustancial, ya que estimamos que la Ley 18.045 regula a las Bolsas de Valores con altura de miras, y privilegiando ante todo, **la mantención de la confianza en el sistema bursátil, pilar fundamental para el sano y dinámico desarrollo de un mercado de capitales.**

B.2.) Ley 18.046

La Ley de sociedades anónimas, más específicamente las normas que regulan las sociedades anónimas abiertas rigen, en lo que no sea contrario al título VII de la Ley de Mercado de Valores, a las Bolsas de Comercio. Vale decir, las Bolsas se encuentran reguladas tanto por la Ley 18.045 como por la ley 18.046, ésta última rige siempre que no sea contraria a las normas contenidas en la Ley de Mercado de Valores.

Hemos señalado que las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas se aplican y rigen en todo lo que no sea contrario a la Ley 18.045, por lo tanto, damos por reproducidas todas las normas que regulan a estas sociedades, y las hacemos aplicables a las Bolsas De Comercio. Aparte de esto, la Ley 18.046 contiene el título XIII, que regula las sociedades sujetas a normas especiales, y tal como lo habíamos señalado anteriormente, **la Bolsa de Comercio es una sociedad anónima especial**, por lo que este título contenido en la ley de sociedades anónimas se le aplica plenamente.

Dentro de este título el artículo 126 señala que Las Bolsas de Valores se **forman, existen y prueban por escritura pública, por la obtención de una**

resolución de la Superintendencia que autorice su existencia e inscripción y publicación del certificado especial que otorgue dicha Superintendencia.

Este artículo refleja claramente el carácter de sociedad anónima especial que poseen las Bolsas de Comercio, ya que acá se aprecia claramente el rol de la autoridad correspondiente en la etapa de formación de la sociedad, y por otro lado, es acertada la intervención de esta autoridad, debido al sensible e importante rol que tienen las Bolsas, que de funcionar mal, afectarían al funcionamiento económico de todo un país. Es por ello que la Superintendencia de Valores y Seguros tiene la supervisión constante, tanto en la etapa de formación como en la etapa de funcionamiento mismo de una Bolsa de Valores.

El artículo 128 de la Ley 18.046 contempla la consecuencia de la **inexistencia jurídica** para los casos en que, tratándose de las sociedades señaladas en el artículo 126 de la Ley (Bolsa de Valores entre ellas), se omita en el proceso de constitución la escritura, la resolución aprobatoria, o la oportuna inscripción y publicación del certificado que expida la Superintendencia, y la misma consecuencia (recordemos que la inexistencia es una consecuencia jurídica y no una sanción) contempla este artículo para el caso en que se hagan reformas con similares omisiones.

Al contemplar la inexistencia como consecuencia jurídica, la ley se cerciora que cuando en el proceso de constitución de una Bolsa de Valores, se omitan ciertos requisitos, no haya ninguna posibilidad de que esta sociedad llegue a existir legalmente, y no producirá de esta manera ningún efecto jurídico. No hay

duda de que para este caso la ley establece la inexistencia, ya que en el inciso segundo del artículo 128 se contempla para el caso en que exista disconformidad entre el certificado que emite la Superintendencia y su respectiva inscripción o publicación, la sanción de **nulidad absoluta**; por ello, apreciamos claramente que la ley está distinguiendo entre nulidad absoluta e inexistencia según el caso del que se trate.

El artículo 129 por otro lado, lo que hace es reiterar que las sociedades anónimas especiales se regirán por las normas legales y reglamentarias aplicables a las sociedades anónimas abiertas, en todo a lo que no se oponga a las disposiciones del título XIII sobre sociedades anónimas especiales y a las disposiciones especiales que las rijan (ley de mercado de valores). El análisis de este artículo nos permite concluir (contrariamente a lo que algunos piensan), que no todas las sociedades anónimas especiales tienen el carácter de abiertas, ya que el artículo expresa claramente que se **regirán** por las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas, o sea, está haciendo aplicable a estas sociedades algo que no les es propio, ajeno a ellas, lo que demuestra lo que sostenemos.

Una vez analizados los cuerpos legales que contienen regulaciones sustanciales de las Bolsas de Valores, se concluye que:

- la regulación primaria y básica de las Bolsas de Valores está contenida en la Ley de Mercado de Valores N° 18.045 en su título VII y a través de todas sus normas.
- la Ley 18.046 también rige a las Bolsas de Valores como

sociedades anónimas especiales, y es por ello que les hace aplicables las normas de su título XIII

- en último lugar, y por mandato expreso de la Ley 18.045 y de la Ley 18.046 (art. 129) en todo lo que no sea contrario a las normas de la ley de mercado de valores y a las normas de la Ley 18.046 que regulan a las sociedades anónimas especiales, se les aplicarán, las normas encargadas de regular a las sociedades anónimas abiertas.

Estos cuerpos legales que regulan a las Bolsas de Valores, tanto la Ley 18.045 de Mercado de Valores, como La ley 18.046 que regula las Sociedades Anónimas, contienen normas muy acertadas y que demuestran una comprensión del funcionamiento práctico de estas entidades, a su vez, ponen un gran énfasis en la transparencia que se debe mantener por parte de una Bolsa. De esa manera, la Ley 18.045 obliga a las Bolsas a incluir en sus estatutos, normas claras que regulen de manera muy exhaustiva, los derechos y obligaciones de cada uno de los intervinientes en el mercado bursátil y los sistemas de información internos que ésta posee, de manera de conseguir que la información viaje de la manera más rápida posible entre los inversionistas, y con la veracidad suficiente que permita mantener un alto grado de confianza.

Por ello es que estas normas legales regulan adecuadamente a las Bolsas de Valores, y los detalles que con urgencia se deben cambiar, son prácticamente mínimos, algunos incluso, ya están en vías de solución, pero en general, no hacen

falta mayores modificaciones al respecto, porque la actual legislación es **totalmente técnica** y no fue hecha buscando satisfacción de intereses inmediatos de carácter político o de impacto social en alguna época determinada. Por el contrario, el éxito de estas normas legales, radica precisamente en el carácter práctico, realista y aterrizado de ellas, que se preocupa de resolver caso a caso, y no de crear falsas expectativas, que con dificultad, el mercado de valores chileno podrá cumplir.

B) Regulación de carácter administrativo

El ente que se encarga de ejercer esta regulación, es la Superintendencia De Valores y Seguros. Esta es una entidad que es regulada por el D.L. N ° 3.558, que le da carácter autónomo, una personalidad jurídica de derecho público, y un patrimonio propio. Se relaciona con el Gobierno esta entidad, a través del Ministerio De Hacienda.

El artículo N° 3 de este D.L., en su letra b, señala que le corresponde a la Superintendencia la **superior fiscalización** de las Bolsas de Valores mobiliarios y las operaciones bursátiles, en la letra c incluye en la fiscalización a las asociaciones de agentes de valores y a las operaciones sobre valores que éstos realicen. Por ello notamos que el ámbito de las operaciones bursátiles está enteramente fiscalizado por esta autoridad administrativa, y creemos que no podría ser de otra forma, dada la naturaleza e importancia de las operaciones que

se efectúan en ese mercado.

Preguntándonos cuál es el fin de esta fiscalización, la ley, en el inciso primero del artículo 4 nos contesta y señala que el fin que debe perseguir la actividad de la Superintendencia es asegurar el cumplimiento cabal y efectivo de las normas reguladoras del área específica. Por ello, la norma señala claramente que **“corresponde a la Superintendencia velar porque las personas o instituciones fiscalizadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan.”** Para ejercer esta fiscalización y cumplir con este propósito, la Superintendencia cuenta con las facultades que le señala el mismo artículo N° 4, y entre las más importantes podemos incluir la contenida en la letra a, que es la de **“interpretar administrativamente en materias de su competencia, las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las entidades o personas fiscalizadas”**; a su vez se le concede la facultad de **fijar normas**, impartir instrucciones y dictar órdenes para su aplicación y cumplimiento, de este punto nace la facultad de la Superintendencia para dictar normas de carácter general o instrucciones particulares a los fiscalizados.

Estas son las facultades medulares de la Superintendencia de Valores y Seguros, y mediante el ejercicio de esas facultades se tratará de cautelar de la mejor manera posible, el cumplimiento de las leyes que regulan el mercado de capitales, ya que éste como señalamos, es el fin de la actividad que realiza esta autoridad.

Otra facultad muy importante que posee la Superintendencia es la que está contenida en la letra d del mismo artículo 4, que la faculta para examinar cualquier tipo de operación, bien, libro, cuenta, documento, etc. Esta norma le da gran poder a la autoridad, y debe relacionarse con la contenida en el artículo 14 de la Ley 18.045 que faculta a la Superintendencia para suspender hasta por ciento veinte días, la oferta, transacción o cotización de cualquier valor, en el caso de que el interés público o la protección de los inversionistas lo requiera, y si se mantienen las causas que originan la suspensión, lisa y llanamente la Superintendencia está facultada para cancelar la inscripción respectiva del Registro De Valores (esto debe interpretarse aplicándolo tanto a inscripciones de agentes de valores, Corredores de Bolsa o los valores propiamente tales).

Aparte de las facultades señaladas, en el artículo 4 se contienen otras que sin duda tienen innegable importancia, y que también deben ser puestas y ejecutadas al servicio del objetivo principal señalado en el inciso primero del artículo N° 4.

Es conveniente señalar que las facultades de esta autoridad administrativa no sólo emanan del Decreto Ley 3.558, sino que también gran parte de ellas **emanan de las regulaciones de carácter específico que contiene el mercado de valores**, como es el caso de la Ley 18.045, que en la mayoría de sus secciones contiene normas que encargan a la Superintendencia la intervención bajo determinados supuestos y condiciones (suspensión de operaciones, cancelación de la inscripción en el Registro de Valores, etc). Por ende, la

Superintendencia se transforma en una institución que tiene un carácter transversal a toda la legislación que regula el mercado de capitales, teniendo ingerencia en todo tipo de casos y situaciones, y con un gran poder sancionatorio, ya que las medidas que puede aplicar en caso de incumplimiento de leyes, reglamentos, estatutos o instrucciones de carácter general o particular que ella misma imparta, van desde una simple censura, pasando por diversas multas, hasta la cancelación de la autorización de existencia o interponer acciones legales de carácter criminal.

Todo esto nos lleva a concluir que en Chile, la autoridad administrativa que regula el funcionamiento del mercado de capitales, tiene un poder inmenso, que incluso puede llegar a ser considerado excesivo en algunos casos, pero que en general ha sido llevado a cabo y ejercido por parte de esta autoridad con una gran prudencia y con mucho criterio, en aras del buen funcionamiento del mercado de valores.

Por nuestra parte, pensamos que las actuales facultades que posee la Superintendencia no son en ningún caso excesivas, sino que son el mínimo de facultades que debe poseer para regular y hacer cumplir las normas legales que rigen el mercado de capitales. Por lo demás, esta autoridad se ha manejado con el suficiente criterio como para no entorpecer el principio de la **libre circulación de los valores**, por el contrario, ha demostrado que sabe cuando intervenir y lo ha hecho siempre con altura de miras y no impulsada por críticas momentáneas, lo que debe ser siempre así, porque de esa manera se

construye un mercado de capitales sólido y eficaz, duradero en el tiempo.

D) Autorregulación de la Bolsa De Comercio De Santiago

El artículo 39 de la Ley 18.045, **obliga** a las Bolsas De Valores a reglamentar su actividad y la de los Corredores de Bolsa que intervienen en ellas. Asimismo deben velar por el cumplimiento de esta reglamentación, en aras de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente, esto por supuesto, sin perjuicio de las normas que dicte la Superintendencia De Valores y seguros al respecto.

Al analizar este artículo podemos darnos cuenta de que éste señala de una manera indirecta y general cual debe ser el contenido de la regulación que la propia Bolsa dicte para su funcionamiento, y el reglamento de ésta entonces deberá contener normas que propendan a establecer un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

El artículo 44 de la Ley 18.045 señala específicamente que materias deben estar contempladas en el reglamento que dicte la Bolsa De Comercio, y en general son exigencias que dicen relación con la claridad sobre derechos y obligaciones de las personas que intervienen en ella, con la fijación de procedimientos justos y normas tendientes a promover principios de justicia y equidad en las transacciones bursátiles. También este artículo se preocupa mucho de exigir a la Bolsa que en la regulación que dicte se regulen los sistemas de información al interior de ella, en aras de la necesaria transparencia que debe existir en todas las operaciones que se realizan. En general apreciamos que el contenido que la ley exige a la

reglamentación interna de la Bolsa De Comercio dice relación con mantener principios de equidad y justicia, y con la debida cautela sobre la información de los intervinientes y de las operaciones que en ella se realicen, lo que es imprescindible si lo que se pretende es cautelar la confianza, piedra angular del mercado de capitales.

Por razones de extensión, estimamos conveniente no analizar específicamente ni incluir el reglamento interno de la Bolsa De Comercio De Santiago, sólo podemos señalar que en general cumple cabalmente con los requerimientos que le exige la ley, principalmente porque contiene diversas normas que velan por una adecuada circulación de la información y se preocupa de prevenir prácticas delictivas o fraudulentas.

Para concluir este capítulo, podemos señalar que toda la regulación jurídica que norma a las Bolsas De Comercio, propende siempre a cautelar la **transparencia en todas las operaciones que se realicen**, y cada norma, de la jerarquía que sea, siempre trata de conseguir ese objetivo al regular las operaciones bursátiles, siempre con un carácter fundamentalmente técnico, lo que es acertado, ya que una regulación técnica es la única que permite dar estabilidad y seguridad a los intervinientes del mercado bursátil, y éste es el carácter que impera en nuestro país cuando se trata de regular las Bolsas De Comercio.

A través del análisis somero que se ha hecho en este trabajo, pudimos apreciar que la principal característica de las normas que regulan a las Bolsas, es que poseen la altura de miras suficiente como para otorgar **confianza** a todos los

actores del mercado de capitales. Recordemos que esta confianza es el motor de este mercado, y que sin ella lisa y llanamente no existiría aquel mercado porque cada transacción, cada operación refleja una confianza, entre el emisor, el intermediario y el inversionista. Ese es el juego que se produce entre ellos, y con una confianza deteriorada simplemente el juego se acaba y los inversionistas se retiran, provocando la consecuente caída del mercado de valores, y por lo tanto consecuencias muy negativas para la economía, ya que hay que recordar que uno de los principales roles del mercado de capitales es aportar liquidez, aportar recursos frescos, por ello su funcionamiento repercute de inmediato en todo el sistema económico. Podemos concluir al respecto, que el blindaje jurídico es sólido, técnico y está proyectado con altura de miras, y no motivado por la inmediatez ni el populismo, lo que constituye el principal activo del mercado bursátil, y del mercado de valores en general.

CAPITULO CUARTO: MERCADOS QUE COMPONEN LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO

Dentro de la Bolsa De Comercio de Santiago, funcionan básicamente tres mercados: **el Mercado de empresas emergentes, el Mercado *Off-Shore*** (de valores extranjeros) y el Mercado general compuesto por transacciones de acciones y otros títulos. Con respecto al mercado general, damos por reproducido todo lo señalado en el capítulo II de este trabajo

A) Mercado de empresas emergentes

Este mercado ha sido generado por una iniciativa conjunta de la Bolsa De Comercio De Santiago, la Superintendencia de Valores y Seguros y otras autoridades económicas y financieras pertenecientes al ámbito público, y ha sido creado en respuesta a las necesidades de financiamiento de las empresas en crecimiento.²⁹

Este segmento bursátil está orientado a las siguientes empresas: empresas nuevas o constituidas hace pocos años, y que posean planes de expansión atractivos; empresas que participen en sectores que requieran innovación tecnológica; empresas de fuerte expansión que presenten proyectos que contengan grandes posibilidades de crecimiento para ellas, y que para financiarlos necesiten aumentos de capital.

²⁹ Bolsa De Comercio De Santiago. *El primer mercado bursátil en Chile para valores emergentes*. [en línea]. [Santiago. Chile]. [Consulta 20 de diciembre del 2003]. En www.bolsadesantiago.cl.

La ventaja que tienen estas empresas al entrar en este mercado es fundamentalmente la **posibilidad de colocar acciones y la consecuente obtención de capital que genera ello**. Otra ventaja muy importante, es que los inversionistas institucionales están autorizados para invertir en este mercado, por lo que las empresas tienen la posibilidad de contar con accionistas de gran poder adquisitivo. Todo esto es muy importante para la empresa en formación, ya que el sólo hecho de transar en Bolsa mejora su imagen corporativa y por ello estará mejor posicionada en el mercado.

Para los inversionistas también existen ventajas, como la de invertir en títulos de empresas que están en expansión en base a proyectos innovadores con un fuerte potencial de crecimiento. Por otro lado, estas empresas se comprometen con el mercado a mantener un nivel mínimo de liquidez al entrar a este mercado emergente, lo que indudablemente otorga seguridad al inversionista. Para ello la Bolsa de Santiago incorpora diversos mecanismos reglamentarios, como la obligación de la empresa de mantener un porcentaje de al menos diez por ciento de sus acciones entre accionistas no controladores.

A.1) Pasos para la inscripción de las empresas en el mercado emergente

Según el Boletín Oficial de la Bolsa de Comercio De Santiago sobre Mercado Emergente (*op.cit*), los pasos para que una empresa ingrese a este mercado de la Bolsa De Santiago, son los siguientes:

-contactar un *Sponsor*: *Sponsor* es la persona natural o jurídica que

asesora a la empresa en el proceso de apertura hacia la Bolsa De Comercio, indicándole la conveniencia de los pasos a seguir.

- Inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros: para esto, la empresa debe cumplir con lo prescrito en la Norma De Carácter General N° 118 emitida por la SVS. que establece la información que deben proporcionar las empresas para poder participar en este mercado bursátil.

-Elaboración de contratos con *Market Makers* y *Sponsor*: una vez inscrita en el Registro de Valores, la empresa debe seleccionar a los Corredores de la Bolsa que serán los *Market Makers* de sus acciones. Hay que explicar qué es un *Market Maker*. En primer lugar hay que señalar que éste debe ser Corredor de Bolsa de la Bolsa De Comercio De Santiago, y su función es **velar por la liquidez de las acciones de la empresa con la cual haya firmado contrato**, y esta tarea la llevará a cabo principalmente mediante el ingreso de ofertas de compra y venta dentro del horario de negociación, siempre propiciando ante todo generar liquidez y continuidad en las transacciones del instrumento emitido por la empresa inscrita en el mercado emergente.

Esto es una garantía cierta para los inversionistas que inviertan en ese título, es por ello que este mercado es muy innovador y presenta beneficios claros tanto para inversionistas como para empresas emisoras emergentes.³⁰

³⁰ Bolsa De Comercio De Santiago. *El primer mercado bursátil en Chile para valores emergentes* op.cit. p.7

- Inscripción en Bolsa: una vez que la empresa ha celebrado los respectivos contratos con los *Sponsors* y *Market Makers* (una misma entidad puede cumplir ambas funciones), la empresa está en condiciones de solicitar a la Bolsa la inscripción en el mercado de empresas emergentes, la que está sujeta a los siguientes requisitos 1) presentar certificado de inscripción de la sociedad en el Registro de Valores de la SVS; 2) presentar copias de los contratos con los *Sponsors* y *Market makers*; 3) el ingreso a la Bolsa debe implicar necesariamente al menos la colocación de un diez por ciento de las acciones emitidas, entre al menos tres inversionistas institucionales o cincuenta personas no relacionadas con el controlador de la sociedad. esto para garantizar liquidez al inversionista, y poner las acciones en manos de personas con fuerte poder adquisitivo como lo son los inversionistas institucionales, todo ello aumenta la liquidez en el mercado de las acciones de estas empresas; 4) los accionistas que tienen en sus manos la gestión de la empresa, no podrán enajenar el control de la sociedad por un plazo de seis meses a contar de la inscripción en Bolsa y de la fecha de la colocación de las nuevas acciones. Todo esto nuevamente para dar seguridad en la inversión sobre los títulos de la empresa que se incorpora a la Bolsa; 5) realización de al menos un *Roadshow* al año para participantes del mercado bursátil en general, donde

se expongan los beneficios y la evolución del negocio.

- Colocación de las acciones: una vez que la empresa ha cumplido con los requisitos señalados anteriormente, y por lo tanto se inscribe en el mercado emergente, debe proceder a colocar sus acciones a través de un agente colocador, pudiendo ser éste el mismo *Market Maker o Sponsor*, u otro agente colocador autorizado para actuar en el mercado bursátil.

Al analizar los rasgos generales de este mercado bursátil, podemos apreciar que es de gran utilidad para que empresas que poseen un gran potencial de expansión a futuro, puedan colocar sus acciones en Bolsa y acceder a todos los beneficios que ello conlleva. Por lo tanto, la empresa para acceder a estas ventajas debe cumplir obligatoriamente con todos los requisitos antes señalados, que tienden a dar seguridad y liquidez sobre el título que adquiera el inversionista interesado, y eso a la larga, fomenta la confianza en el mercado, y hace que todos ganen.

El principal incentivo para participar e invertir en este mercado, es tributario. Al respecto, todas las inversiones que se realicen en Bolsa sobre las acciones integrantes de este mercado, **están exentas del impuesto a las ganancias de capital**, desde el primer día y hasta un período de tres años, independiente de que tengan o no presencia bursátil. Después de esa fecha, se mantendrá el beneficio si la acción mantiene presencia bursátil, lo que nos vuelve a mostrar que ante todo

en este mercado se pretende contar con la mayor liquidez posible para los títulos de las empresas que forman parte de él. (En Bolsa obviamente hay mayor liquidez que fuera de ella, ya que tiene un sistema de información detrás, que hace que aumenten las posibilidades de transar rápidamente el título.)³¹

Ante esta gama de beneficios, tanto para inversionistas como para emisores, no queda más que esperar que este mercado recientemente creado, sea cada vez más cercano al común de las personas y empresas, ya que esa es la única manera de lograr profundidad en el mercado de capitales.

B) Mercado de valores extranjeros (Bolsa Off-shore)

Este mercado es regulado por la reglamentación que la misma Bolsa ha dictado para él, llamado **Manual De Operaciones Del Mercado De Valores Extranjeros** y que fue aprobado por oficio N° 07055 de la SVS, de fecha 10 de diciembre de 1999, y que se encuentra vigente desde el 15 de febrero del año 2000.

Básicamente la Bolsa mediante este manual establece requisitos para que valores de emisores extranjeros o certificados representativos de éstos puedan ser cotizados en Chile. Estos requisitos deben ser cumplidos principalmente por Corredores de Bolsa en Chile, y están establecidos en garantía de la transparencia de las transacciones que se realicen sobre estos valores.

Puntos importantes que deben destacarse de esta regulación son:

³¹ Bolsa De Comercio De Santiago. *El primer mercado bursátil en Chile para valores emergentes*. Op.cit. p.6

- 1- Se establece la figura del operador externo, que son Corredores de Bolsa o Intermediarios de valores extranjeros, bancos, Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, o en general cualquier entidad extranjera que esté bajo la fiscalización de un organismo similar a la SVS chilena en su país. En la práctica, será este operador externo el que en la Bolsa Chilena realizará las transacciones de los valores extranjeros, pero siempre en relación con un Corredor chileno como se apreciará a continuación. Estas entidades deben firmar un convenio con el Corredor chileno, mediante el cual se establece que el operador externo asume la responsabilidad frente al Corredor chileno por toda oferta, postura o negociación que el operador realice en los sistemas de negociación de la Bolsa de Santiago. El convenio señalado debe entregarse a la gerencia de la Bolsa, y en él las partes señalan expresamente que para las operaciones bursátiles se atenderán siempre al manual dictado por la Bolsa para reglamentar este mercado

- 2- Se podrán transar valores extranjeros en la Bolsa de Comercio de Santiago, siempre y cuando éstos se encuentren inscritos en el Registro De Valores Extranjeros

de la SVS.

- 3- La Bolsa de Comercio procederá a cancelar la inscripción de un emisor que cotice valores extranjeros cuando la SVS o el emisor lo requieran. Sin perjuicio de ello, el Directorio de la Institución procederá a cancelar la inscripción cuando a su juicio existan causales graves que ameriten para ello, tales como quiebra del emisor, falta de información de la sociedad, fusión, etc.
- 4- El Directorio de la Bolsa determinará la política aplicable sobre valores de Bolsa aplicable a las operaciones sobre valores extranjeros.

Estas son las disposiciones más importantes que encontramos en el manual que dictó la Bolsa De Comercio De Santiago para regular la llamada Bolsa *Off-Shore*, mercado donde se transan valores extranjeros.

No podemos más que señalar que es tremendamente positivo que la Bolsa De Comercio De Santiago cuente con este mercado, así como también con el Mercado de Empresas Emergentes, ya que estos mercados llenan de dinamismo a la Bolsa De Santiago. En el caso de la Bolsa *Off-Shore*, nos encontramos frente a una posibilidad que la misma Bolsa De Santiago se da a si misma para desarrollarse aún más, ya que al transarse dentro de ella valores extranjeros, Chile está mostrando su Bolsa De Comercio a todo el mundo, lo que acarrea a largo plazo una confianza que se irá depositando en nuestro mercado de

capitales, confianza que seguirá siendo el principal activo de este mercado. A la vez, desde afuera ingresarán más recursos, más títulos transables, que irán fomentando nuestra competencia interna en este ámbito, o sea, con una Bolsa abierta hacia el exterior, tal como lo está hoy en día la Bolsa De Comercio De Santiago, no queda más que perfeccionarnos nosotros mismos e ingresar todo el desarrollo que provenga del exterior a nuestro mercado de capitales y, por supuesto, a nuestra Bolsa De Comercio De Santiago.

CONCLUSIÓN

Finalizada la labor investigativa, la conclusión que se saca y que debo exponer en estas breves líneas, sólo puede ser satisfactoria, ya que durante el desarrollo del trabajo, me fui dando cuenta de que Chile está en una posición privilegiada cuando se hacen análisis relativos al Mercado de Valores, fundamentalmente porque al escudriñar en la legislación que norma este mercado, he podido descubrir que ésta es fundamental y principalmente **técnica**, lo que llena de seguridad a un inversionista, o a cualquier interviniente que posea comprometido algún interés en una Bolsa De Comercio, principalmente porque una legislación técnica se abstrae de cambios políticos antojadizos y brinda principalmente estabilidad en el tiempo, ya que no se puede pensar, y es artificioso hacerlo, que una regulación eminentemente técnica, basada en principios matrices, pueda cambiar de un día para otro bruscamente, y es por ello que todas las regulaciones que norman a las Bolsas De Comercio, y especialmente a la Bolsa De Comercio De Santiago, poseen este carácter **técnico** tan añorado para construir instituciones sobre bases sólidas.

No queda más que decir que nos encontramos muy bien encaminados, que los principios que guían un buen funcionamiento bursátil están completamente asentados en nuestra legislación, y ello lo pude apreciar al analizar la reglamentación de la más mínima operación, hasta el análisis efectuado a los principales pilares constitucionales relativos a la actividad económica.

Los principios de transparencia y equidad están perfectamente perfilados en

nuestro mercado de capitales, ello lo apreciamos en todas las fuentes normativas analizadas, y por eso es que la **confianza** que necesita para funcionar un mercado de capitales, en Chile está perfectamente resguardada, por lo que debemos sentirnos orgullosos y seguros de que este mercado y su cara más visible, **La Bolsa De Comercio De Santiago**, seguirán entregando a la economía satisfacciones, tal como lo han venido haciendo hasta el momento.

BIBLIOGRAFIA

Bertrán, Luis De Carlos y Fernández.-Armesto Juan. *El derecho del Mercado Financiero*. Ed. Civitas S.A. Madrid, 1992. p. 501. En Lizana, Claudio. *Mercado de Valores (38 artículos)*.Santiago. 2002. Por Universidad de Chile. Facultad de derecho.

Bolsa De Comercio De Santiago. *El primer mercado bursátil en Chile para valores emergentes*. [en línea].[Santiago. Chile]. [Consulta 20 de diciembre del 2003]. En www.bolsadesantiago.cl.

Bolsa De Comercio De Santiago. *La Bolsa De Comercio de Santiago y el Mercado Bursátil*. Serie institucional N° 1-1999.[en línea].[Santiago. Chile]. [Consulta 19 de noviembre del 2003]. En www.bolsadesantiago.cl

Bolsa De Comercio De Santiago. *La Bolsa De Comercio De Santiago y los instrumentos del mercado*. Serie institucional N° 2-1999.[en línea].[Santiago. Chile]. [Consulta 27 de noviembre del 2003]. En www.bolsadesantiago.cl

Bolsa Electrónica de Chile. *Historia Bolsa electrónica*. en www.bolchile.cl.[en línea].[Santiago. Chile]. [Consulta 10 de noviembre del 2003].En Bolsa De Comercio De Santiago.

Couyoumdjian, Juan Ricardo; Millar, René y Tocornal Josefina. *Historia de la Bolsa De Comercio de Santiago 1893-1993*. Por Bolsa De Comercio de Santiago. Santiago.1992

Diario El Sur. *Decretada quiebra de Inverlink capitales*. [en línea] .[Chile].
[Consulta 14 de diciembre del 2003]. En www.diarioelsur.cl

Ortega Aichele, Adolfo. *El mercado de valores, teoría general descriptiva y legislación chilena*. Ediciones jurídicas "La Ley". Chile. 1997

Parada, Rigoberto, *El mercado de valores en Chile, Análisis teórico y características*. Bolsa De Comercio De Santiago. Chile. 1987

