



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

BOLSAS DE VALORES EN CHILE: DESCRIPCIÓN DEL MERCADO E IMPLICANCIAS TEÓRICAS DE LA INTERCONEXIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL.

Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención Economía.

*Participante:
Ignacio Cuevas Gutiérrez*

*Profesor guía:
Aldo González*

*Director de Escuela:
Roberto Álvarez*

Junio 2015
Santiago – Chile

BOLSAS DE VALORES EN CHILE: DESCRIPCIÓN DEL MERCADO E IMPLICANCIAS TEÓRICAS DE LA INTERCONEXIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL.

Ignacio Cuevas Gutiérrez

Junio 2015

Resumen: Las bolsas de valores se configuran como elementos centrales dentro del mercado de valores en Chile. En la actualidad coexisten tres centros bursátiles: La bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa Electrónica y la Bolsa de Valores de Valparaíso. Sin embargo, la plataforma de la Bolsa de Comercio se constituye como un actor dominante dentro del mercado, concentrando más del 98% de las transacciones durante los últimos años y aglomerando aproximadamente dos tercios de los corredores de bolsa inscritos. Es en este contexto que la Fiscalía Nacional Económica (FNE) inició un expediente de recomendación normativa con el fin de reformar dos características estructurales del mercado que amenaza el desarrollo de un mercado competitivo y dinámico: la estructura mutual de las bolsas y la fragmentación del mercado accionario. De esta forma la fiscalía propone la separación efectiva del derecho de propiedad de la bolsa del derecho de ejercer como corredor de bolsa (desmutualización) y la instauración de operaciones interbolsas de carácter vinculante.

El presente seminario busca describir el mercado de valores en Chile, identificando los principales actores involucrados en la transacción de valores, los mecanismos utilizados y los esquemas de remuneración de las bolsas. Además, se analizan las principales implicancias teóricas de la interconexión de las bolsas de valores en el marco de un mercado que presenta ciertas particularidades: las bolsas se configuran como redes que presentan externalidades y economías de escala. Por último, se define brevemente la estructura mutual de las bolsas y se enuncian las ventajas de transitar hacia una estructura no mutual.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN.....	2
II. EL MERCADO DE VALORES	6
ESTRUCTURA DEL MERCADO	8
Emisores de Valores	9
Intermediación de Valores.....	12
Demandantes de valores	17
Reguladores y fiscalizadores	18
REMUNERACIÓN, DERECHOS DE BOLSAS Y ASPECTOS TEÓRICOS.....	19
MICROESTRUCTURA DEL MERCADO Y MECANISMOS DE TRANSACCIÓN.....	24
III. CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES	30
IV. INTERCONEXIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES.....	35
LA LIQUIDEZ DEL MERCADO.....	39
COMPETENCIA Y EXTERNALIDADES DE RED	41
V. ESTRUCTURA MUTUAL	50
VI. CONCLUSIONES.....	57
REFERENCIAS.....	61
ANEXO.....	64

I. INTRODUCCIÓN

El mercado de valores es un elemento clave dentro del mercado de capitales y una pieza fundamental del desarrollo económico de Chile. Las mejoras en términos de liquidez y capitalización del sistema financiero, la creación de nuevos instrumentos e instituciones, condujeron a un aprendizaje constante a los distintos agentes del mercado chileno. El crecimiento de la economía chilena de las últimas décadas es difícil de comprender sin la consideración de estos factores, Arrau (2001).

Diversos son los autores que han intentado demostrar empíricamente la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo del mercado de capitales (Levin & Zervos (1996), Demirguc & Levine, (1996)). El mercado de valores permitiría canalizar los ahorros hacia inversiones productivas, facilitar una mejor diversificación del riesgo y ejercer un mejor control corporativo. No solo la mayor movilidad del capital y el aumento de las oportunidades de diversificación entre los agentes de la economía permitirían estimular el crecimiento de la economía, sino que también la provisión de distintos servicios financieros al sistema bancario; esto da cuenta de la complementariedad de los servicios bancarios y los servicios bursátiles, Levine & Zervos (1998).

Por mercado de valores se entiende básicamente los espacios comunes y mecanismos que permiten que la oferta y demanda de valores se encuentren, y que da lugar a las transacciones de instrumentos financieros como las acciones o títulos de deuda. La oferta de valores, o emisores, está compuesta principalmente por sociedades anónimas que buscan financiar y ampliar sus operaciones, bancos, fondos patrimoniales administrados por terceros (fondos mutuos, fondos de inversión, etc.) e instituciones del Estado. Los inversos, o demandante de valores, buscan los

instrumentos que les permitan maximizar rentabilidad sujeto a su aversión al riesgo. Dentro de estos destacan las Administradoras de Fondo de Pensión y las instituciones bancarias.

Gracias a la reforma a la Ley de Mercado de Valores a comienzo de los 80, los centros bursátiles se transformaron en las piedras angulares del mercado de valores chileno, convirtiéndose en el lugar por excelencia de la negociación de valores. La participación privada en la extensión del mercado y la existencia de un mercado unificado y competitivo fueron los principios fundamentales de las reformas económicas neoliberales que se llevaron a cabo durante esos años¹.

Sin embargo, características estructurales del mercado de valores chilenos generan que el cumplimiento de estos principios haya sido cuestionado en la práctica. En la actualidad conviven tres centros bursátiles: La Bolsa de Comercio de Santiago, La Bolsa Electrónica y La Bolsa de Corredores (Bolsa de Valparaíso). Dentro de estas la Bolsa de Comercio de Santiago se constituye con un actor dominante dentro del mercado, concentrando casi la totalidad de las transacciones realizadas en bolsa y aglomerando la mayor cantidad de corredores de bolsa.

De esta forma, se ha planteado por parte de la autoridad económica evaluar la implementación de operaciones interbolsas de carácter vinculante y automáticas entre las bolsas. A pesar de que la regulación actual contempla los mecanismos para que estas operaciones ocurran, el carácter voluntario de las mismas provoca que estas operaciones sean irrelevantes en la práctica y que sean los inversionistas que operan a través de las bolsas más pequeñas los que se vean más perjudicados. En este sentido, la autoridad debe implementar las medidas necesarias para asegurar la competencia y promover la liquidez de los mercados accionarios. La posición de la

¹ Ley de Mercado de Valores, Historia de Ley 18045 página 36.

Bolsa de Comercio de Santiago no puede descansar en normas establecidas por las mismas bolsas y que permitirían a la plataforma a abusar de su posición dominante.

Buscar la compatibilidad entre los centros bursátiles evita que existan diferencias de las cotizaciones de instrumentos según la bolsa en que sean transados, cumpliendo así el principio de ejecución de las órdenes a mejor precio. Además, permite que los corredores de las bolsas, independiente de la pertenencia a alguna plataforma específica, tengan acceso a la liquidez total del mercado bursátil la cual es patrimonio del mercado secundario de valores y no de una bolsa en partículas. El acceso a la liquidez total a través de las operaciones interbolsas reduce las barreras de entradas propias del funcionamiento del mercado. Por el lado de los intermediarios de valores, la interconexión podría tener efectos significativos sobre las comisiones; corredores al no tener acceso a la liquidez total, ofrecen un servicio de menor calidad lo que puede ser aprovechado por los corredores del centro más líquido para subir las comisiones. Por el lado de las competencias entre bolsas, la compatibilidad puede promover ganancias de bienestar a través de un mayor producto y la especialización de los centros bursátiles.

La interconexión de las bolsas conlleva costos que van más allá de las consideraciones técnicas y la ejecución propia de la interconexión. La interconexión podría dañar la competencia ya que las plataformas podrían no tener incentivos a innovar y mejorar los servicios por el acceso completo y asegurado a la liquidez total del mercado. Por otra parte, problemas de coordinación podrían llevar a la adopción de un estándar de operación de peor calidad. Sin embargo, resultaría meritorio que la autoridad siga con la iniciativa recomendada por la Fiscalía Nacional Económica (FNE) dado los beneficios que pueden derivarse de la interconexión.

Sin perjuicio de lo anterior, la autoridad económica debe reconocer que el mercado de las bolsas es particular ya que las plataformas pueden ser entendidas como firmas que operan como redes.

Estas redes presentan características particulares ya que exhiben externalidades por el lado de la demanda y economías de escala por el lado de la oferta. Los consumidores toman sus decisiones considerando sus expectativas con respecto al tamaño de las redes, ya que mientras mayores sean las redes menores serán los costos de transacción. Estas fuerzas económicas tienden a la centralización de las operaciones, por lo que un mercado en donde existe un actor dominante puede ser un equilibrio eficiente dada la estructura de costos de las firmas. La tendencia mundial apunta hacia la integración de los mercados bursátiles, la especialización de las bolsas de valores y la creación de plataformas alternativas de transacción que actúan como mercados periféricos que aprovechan la información generada por los mercados centrales. Esto plantea un desafío importante para la autoridad ya que debe buscar un marco regulatorio que promueva un mercado eficiente y competitivo, en un contexto de fuerzas opositoras de centralización y fragmentación de los mercados.

En la siguiente sección se realiza una descripción del mercado de valores y sus principales actores, las políticas de remuneración de las bolsas de valores y los mecanismos de transacción utilizados por ellas. En la sección III se presenta una breve caracterización de la intermediación de valores en términos de participación de mercados y tendencias para corredores y bolsas de valores. En la sección IV se analiza la interconexión de los mercados bursátiles con las implicancias teóricas presente en la literatura. En la sección V se define la estructura mutual de las bolsas y se enuncian las ventajas de una estructura no mutual. Finalmente, en la sección VI se presentan las conclusiones.

II. EL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores, como cualquier otro mercado donde se transa algún bien, comprende aquellos mecanismos que permiten coordinar a los distintos agentes de la economía, permitiendo el encuentro entre demandantes y oferentes. En este mercado se transan diversos instrumentos financieros² debido a que estos representan un valor económico el cual puede ser valorado en dinero por lo que se constituyen como objetos de transacción (compra o venta) con distintos grados de continuidad. Así, en el mercado, se generan diversas relaciones comerciales las que se materializan en las diversas transacciones caracterizadas por su constancia temporal, la rapidez y la facilidad con que estas se llevan a cabo, Trucco (1989). De esta forma confluyen las necesidades de aquellos que necesitan financiamiento con aquellos que están dispuestos a sacrificar el goce de sus recursos en el presente, Sandoval (1983)

Por lo tanto, a través de este espacio común se facilita el flujo de ahorro e inversión dentro la economía desde los demandantes de financiamiento requerido para llevar a cabo sus proyectos hacia los ahorrantes que buscan maximizar su utilidad sujeto a otras consideraciones como su aversión al riesgo, el horizonte temporal de la inversión, etc.

² Los instrumentos financieros transados en el mercado de valores pueden ser agrupados en tres grandes grupos:

a) Instrumentos de Renta variable: Dentro de los instrumentos de renta variable se encuentran las acciones, valores emitidos por sociedades anónimas que representan un título de propiedad sobre una parte del patrimonio de una empresa. Además, encontramos cuotas de fondos mutuos o fondos de inversión que representan un título de propiedad sobre una fracción del patrimonio de los fondos.

b) Instrumentos de Renta Fija: títulos representativos de obligaciones emitidos generalmente a plazos superiores a un año el cual puede ser reajustado por algún índice o unidad. Dentro de estos instrumentos encontramos letras de crédito hipotecario, debentures, bonos bancarios y bonos emitidos por el estado.

c) Instrumentos de Intermediación Financiera: Al igual que los instrumentos de renta fija representan obligaciones con la diferencia que son emitidos con plazos inferiores al año. Efectos de comercio, pagares y certificados de depósitos, pagares descontables del banco central y otros instituciones públicas, constituyen instrumentos de intermediación financiera.

Además, se transan otros valores como oro y plata, e instrumentos monetarios como dólares.

Fuente: Manual de Operaciones de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Dentro del mercado de valores podemos distinguir entre el mercado primario del mercado secundario. El mercado primario tiene relación con la primera colocación y venta de un instrumento financiero. El mercado secundario es el conjunto de instituciones que permiten negociar sobre obligaciones pendientes de deuda o de capital como lo son las acciones, Parada (1987).

Estas negociaciones ocurren generalmente en espacios o plataformas denominadas *Bolsas de Valores* en las que los diversos *intermediarios* logran calzar órdenes de compra con órdenes de venta, permitiendo así el vaciamiento del mercado a través de la compatibilización de los incentivos de oferentes y demandantes. El mecanismo a través del cual los valores son transados es el de subasta pública. De esta forma, oferentes y demandantes negocian simultáneamente y de forma pública valores³, directamente o por medio de un intermediario. Así aquellos que requieren financiamiento tienen que realizar una oferta pública de sus valores, la que es entendida como una operación bursátil anunciada públicamente a los accionistas y dirigida al mercado en general o a un segmento en particular del mismo⁴. De este proceso de negociación resulta la formación de los precios de los títulos transados.

La justificación de la existencia de transacciones centralizadas en un mercado formal se debe a los altos costos de transacción derivados de la dispersión de oferentes y demandantes altamente atomizados. Si el mercado no fuese centralizado los costos de búsqueda que enfrentarían aquellos que buscan financiamiento serían muy altos, Fiscalía Nacional Económica (FNE, 2015).

Además, los intermediarios permiten reducir los costos de información y análisis de la misma. Si

³ En el caso de Chile, la Ley de Mercado de Valores (De ahora en adelante LMV) en su artículo 3 establece que por valores se entiende cualquier título transferible incluyendo acciones, opciones de compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.

⁴ Artículo 4, LMV

las negociaciones no se centralizaran, las transacciones estarían fraccionadas en innumerables mercados pequeños, lo que no solo podría generar el retraso del cierre de las operaciones por la dificultad de hallar a la contraparte, sino que también daría lugar a fuertes variaciones de precio, Trucco (1989). Además, la distribución de la información y el costo relacionado a esta determinará el grado de eficiencia de los mercados, la capacidad que tengan los precios de servir como guía efectiva de las decisiones económicas. Es por esto que un mercado formal y centralizado reduce los costos de adquirir, procesar y verificar asociados a la información, promoviendo así la eficiencia de los mercados, González (2010).

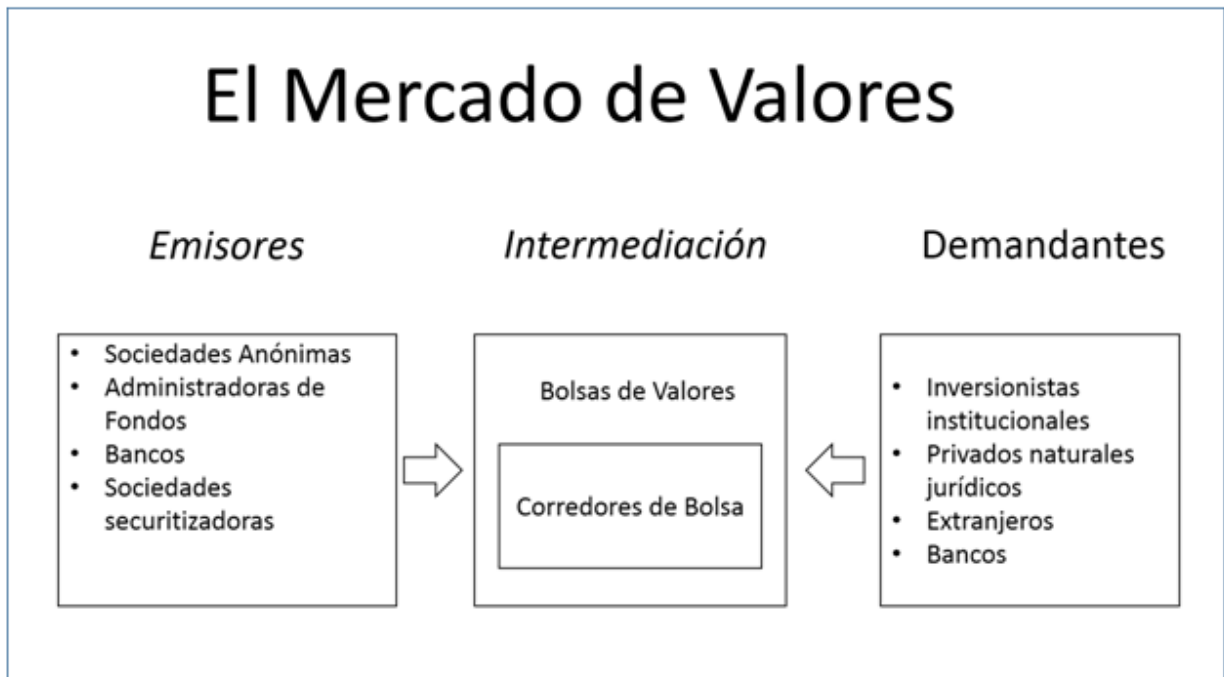
La existencia de las bolsas de valores y de intermediarios permite unificar el mercado, reduciendo costos de búsqueda, estandarizando mecanismos de transacción y reduciendo los riesgos por incumplimientos de las obligaciones de entrega y pagos involucrados en la compra-venta de valores. Una orden debe ser calzada por la orden contraria que ofrezca el mejor precio disponible en ese momento en el mercado. Esto es lo que se permite una *rueda* de una bolsa, el que órdenes de compra y venta sean cerradas calzando los mejores precios de compra y venta, FNE (2015).

ESTRUCTURA DEL MERCADO

Formalmente, la estructura de mercado está compuesta por distintos actores dentro de los que reconocemos a los emisores de valores, los intermediarios de valores, los demandantes de valores y los reguladores y fiscalizadores⁵ (Figura 1).

⁵ Superintendencia de Valores y Seguros: Portal de educación financiera. Fuente: <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1161.html>

Figura 1. Estructura del Mercado de valores



Fuente: Elaboración Propia.

Emisores de Valores

Los emisores son aquellos que participan en el mercado para poder obtener recursos (poseen déficit de recursos financieros) mediante la emisión, colocación y transacción de valores en el mercado.

Sociedades Anónimas

Las empresas para la ejecución y ampliación de sus operaciones requieren capital. Para esto la empresa puede capitalizar sus propias utilidades, sin embargo, en general la empresa no dispone fondos propios suficientes por lo que debe recurrir a fuentes de financiamiento externo. Una alternativa es acudir al ahorro público mediante la emisión y colocaciones de valores en el mercado. De esta forma las empresas ofertan públicamente valores en el mercado para la obtención de financiamiento. Estas pueden ser sociedades anónimas abiertas las que pueden

emitir acciones (títulos de capitalización) o títulos de deuda (bonos) o sociedades anónimas que emiten títulos de deuda. El artículo 3 del Nuevo reglamento de sociedades anónimas establece que “son sociedades anónimas abiertas aquellas que inscriban sus acciones voluntariamente o por obligación legal sus acciones en el Registro de valores”⁶, contemplado la obligación de cotizar a sociedades anónimas abiertas con quinientos o mas accionistas, o aquellas sociedades donde al menos el 10% de su capital suscrito pertenezca a un mínimo de cien accionistas. Todas las acciones que en conformidad a la ley deban inscribirse en el Registro de Valores deben también registrarse en una bolsa de valores, la que no puede rechazar dicha inscripción⁷.

Dentro del amplio rango de razones que pueden inducir a una empresa a concurrir al mercado de valores se puede reconocer las principales como la mantención de inventarios, exceso de cuentas por cobrar no cubiertas, necesidad de mantener el activo líquido, inversión en activo fijo, etc., Sandoval (1983).

Administradoras de fondos de terceros

La administración de fondos de terceros contempla los fondos mutuos, fondos de inversión y los fondos de pensiones. Los fondos mutuos y de inversión representan patrimonios integrados que resultan de los aportes de inversionistas (personas naturales o jurídicas) para la inversión en valores de oferta pública. Cada aporte es representado por un título de inversión expresado en *Cuotas del fondo*, los que constituyen una fracción del patrimonio del fondo. Dichos títulos representan valores de oferta pública que pueden ser transados en el mercado de valores.

En el caso de los fondos de inversión, estos deben ser registrados en al menos una bolsa de valores para que se genere un mercado secundario para las cuotas. Además, pueden existir

⁶ Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. Título I: De la sociedad, su constitución y modificación, artículo 3. Santiago, 27 de mayo de 2011.

⁷ Letra a artículo 23 de la LMV.

fondos privados de inversión cuyas cuotas no constituyen valores de oferta pública. También, se puede diferenciar los fondos que son constituidos por capitales nacionales de aquellos cuyo patrimonio está conformado por capitales que provienen del extranjero. Dentro de estos últimos encontramos los Fondos de inversión de capital extranjero y Fondos de inversión de capital extranjero de riesgo, este último hace referencia a fondos que se invierten en títulos cuya emisión no se encuentra registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). La administración de estos fondos es realizada por sociedades anónimas cuyo único objeto es la administración de estos fondos, por cuenta y riesgo de los partícipes.

El Estado

El estado puede emitir valores de deuda a través de sus instituciones como el Banco central, la Tesorería General de la Republica y el instituto nacional de Previsión Social. El banco central, organismo autónomo y de rango constitucional, tiene como mandato velar por la estabilidad de la moneda nacional y el sistema de pagos internos y externos. Dentro de sus atribuciones se encuentra se encuentra la regulación de la cantidad de dinero y crédito en circulación⁸. Para esto el banco central puede emitir valores en el mercado como bonos o pagarés con diferentes nominaciones.

Bancos

Estos pueden emitir instrumentos como depósitos, letras hipotecarias, bonos bancarios, entre otros. Estas instituciones no requieren registro previo y son supervisadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). No obstante, las operaciones bursátiles que realicen están sujetas a las disposiciones de la Ley de Mercado de valores.

⁸ Banco Central de Chile, Normas financieras Acuerdo N° 708-02-981008 - Circular N° 3013-339

Sociedades securitizadoras

Se entiende por securitización aquel proceso de conversión de derechos de crédito poco líquidos en otro tipo de activos que son más líquidos desde una perspectiva financiera. La operación de securitización consiste en la venta de una cartera de activos por el originador a una sociedad securitizadora la que constituye un patrimonio separado e independiente por cada emisión.

La Ley de Mercado de Valores en su Título XVIII “Sociedades securitizadoras” y otras normas dictadas por la superintendencia de valores establecen cuales son los activos que pueden ser securitizados y cuáles son los requerimientos de estas sociedades. La sociedad tiene por objeto exclusivo la adquisición de créditos y derechos sobre flujos de pagos para la emisión de títulos de deuda, llevando a cabo la securitización de los activos, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV, 2007).

Intermediación de Valores

Dentro de la intermediación de valores encontramos a los intermediarios de valores, a las operaciones de intermediación y a las sociedades de apoyo. La intermediación tiene como fin otorgar las condiciones requeridas para que los oferentes y demandantes de valores se reúnan. La existencia de la intermediación tiene relación con: (i) costos de información y análisis de inversiones: la especialización de estos agentes permite reducir las transacciones necesarias para reunir oferta con demanda (ii) diversificación: la acumulación de un volumen importante de recursos permite la diversificación de las carteras (iii) proximidad de oferentes y demandantes: se facilitan los espacios comunes para que se encuentren oferentes y demandantes, reduciendo los costos de transacción, Parada (1987).

Intermediarios de valores

Los intermediarios de valores prestan un servicio con el objetivo de intermediar instrumentos financieros entre oferentes y demandantes. Es decir, los intermediarios de valores son los encargados de encausar y ejecutar las órdenes de compra y venta, que reciben de sus clientes o que realizan por su cuenta, de tal forma que cada orden se encuentre con la oferta contraria. Los que actúan como miembros de una bolsa de valores se denominan corredores de bolsa, aquellos que actúan por fuera de la bolsa son denominados agentes de valores⁹.

Para ser corredor de bolsa se requiere la inscripción previa en el Registro de Corredores y Agentes de la superintendencia, y la acreditación en la bolsa correspondiente. Además, los corredores para ser miembro de una bolsa de valores requieren poseer una acción de la propiedad de la bolsa en la que desea operar, esto es denominado mutualización: el derecho del ejercer el servicio de corretaje no está separado del derecho de propiedad sobre la plataforma donde este servicio es realizado. Esta característica responde a una normativa adoptada por las respectivas bolsas y no una disposición particular de la Ley Mercado de Valores¹⁰.

La Bolsa de Comercio de Santiago reconoce 4 objetivos para los corredores de bolsa:

- Realizar la colocación de nuevos valores en el mercado bursátil.
- Intermediar valores entre oferentes y demandantes.
- Administrar la cartera de los clientes y asesorar tanto a emisores como a inversionistas.
- Custodia y control de títulos.

⁹ Artículo 24, LMV.

¹⁰En relación a la propiedad de los corredores de una bolsa de comercio, el numeral 5 del artículo 40 de la LMV sólo establece que un corredor no podrá poseer, directa o indirectamente, más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores. Por otra parte, el artículo 12 de los estatutos de la Bolsa de Comercio de Santiago y el artículo 10 de los estatutos de la Bolsa Electrónica y Bolsa de Valparaíso (FNE 2015), se establece que para ejercer las funciones y actividades de corredor se requiere, entre otras condiciones, que el corredor sea accionista de la Bolsa.

Los bancos también pueden actuar como intermediarios de valores¹¹ pero no tienen la obligación de inscribirse en el Registro de Corredores y Agentes de Valores para llevar a cabo su función de intermediación. En cuanto a las transacciones bursátiles que realicen, están sujetos a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores.

Operaciones de intermediación

Las operaciones de intermediación tienen como objetivo facilitar que intermediarios realicen la compra y venta de los valores. Estas operaciones pueden ocurrir en espacios o plataformas denominadas Bolsas de Valores, la que no necesariamente hace referencia a un espacio físico en donde ocurren transacciones ya que pueden existir plataformas digitales que cumplen con los requisitos de una bolsa de valores. Las operaciones de intermediación también se pueden dar en el mercado extra-bursátil, en donde las negociaciones ocurren fuera de las bolsas de valores y directamente entre las partes involucradas.

Las bolsas de valores se pueden definir como el conjunto de reglas, procedimientos y servicios que permiten reducir los costos propios de la venta y compra de instrumentos financieros, como los costos de búsqueda o costos de información. El registro, certificados, protocolos y sistemas de transacción de las bolsas, permiten que las partes involucradas se encuentren rápidamente y se ejecuten las órdenes correspondientes, Galetovic (2013). De esta forma se logra el traspaso de recursos a través de la subasta de instrumentos financieros de forma continua.

La Ley chilena de Mercado de valores en su artículo 38 del Título VII define a las bolsas de valores como:

¹¹ Desde 1986, luego de la reforma a la Ley General de Bancos, se autorizó a estas instituciones a crear filiales cuyo objetivo sería la intermediación de valores de oferta pública. Estas filiales con el tiempo se convertirían en actores principales del mercado de valores chileno, Lazen (2012).

“entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporciones, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad con la ley”

En línea con lo anterior, la ley establece que los intermediarios y las bolsas de valores deben velar por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.¹² Es por esto que los corredores a través de distintos mecanismos deben llevar las órdenes a la rueda, de tal forma que las transacciones ocurran en un mercado continuo y dinámico de subasta. De esta forma confluyen los diversos intereses, los cuales son reflejados en transacciones efectuadas en un mercado donde los intermediarios tiene que buscar la ejecución más conveniente de de las órdenes de los inversionistas (las mejores ofertas son definidas como puntas)^{13 14}.

La infraestructura y los servicios de las bolsas de valores permiten la participación de los distintos actores del mercado de valores, teniendo como objetivos una negociación eficiente, la libre determinación de los precios y permitiendo el desarrollo del mercado de capitales a través de las transacciones de instrumentos financieros que se dan en este espacio¹⁵. De esta forma la reputación y la información son activos fundamentales en la eficiencia del mercado. A menores

¹² Artículo 39, LMV.

¹³ El artículo 4 bis de la LMV define mercado secundario como *“Aquel en que los compradores y vendedores están simultáneamente y públicamente participando en forma directa o a través de un agente o corredor de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él, siempre que diariamente se publiquen el volumen y el precio de las transacciones efectuadas y cumplan con los requisitos relativos al número de participantes, reglamentación interna u aquellos tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él, que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general.”*

¹⁴ Artículo 44, LMV.

¹⁵ La caracterización de un mercado puede realizarse en función de cuatro elementos: Relaciones externas, contextura interna, elementos reales y elementos personales. En este sentido, la bolsa para llevar sus funciones económicas adecuadamente de ser parte de un mercado libre, transparente, perfecto y normal, y en donde los principios de libertad, transparencia, indiferencia e independencia de precios, rijan las actividades propias de la operación. Para que los precios de mercado reflejen el valor fundamental de los activos se requiere que la información relevante sea de conocimiento público, que no exista manipulación de los precios, que las transacciones sean claras y públicas y que el mercado sea ordenado y líquido, Trucco (1989).

costos de transacción la información que reflejan los precios es más efectiva y mayor es el grado de eficiencia de los mercados. Es por esto que los sistemas de comunicación, información y de transferencias de pagos y títulos, son fundamentales para facilitar el cierre de las operaciones.

Según Parada (1987) una bolsa de valores tiene 4 objetivos principales. La primera es facilitar el flujo de ahorro-inversión dentro de la economía en base a que los precios son una guía de la dirección de los capitales dada la rentabilidad, la liquidez y el riesgo de los instrumentos financieros. Además podría fomentar la participación de otros actores privados en el financiamiento de las inversiones¹⁶, permitiría la formación de grandes masas de recursos y fomentaría el ahorro. La segunda función tiene relación con la asignación eficiente de los recursos de tal forma que estos sean asignados a las inversiones con mayor rentabilidad social y privada. Para esto los mercados tienen que ser transparentes, los precios deben determinarse libremente y las bolsas deben orientar a los distintos agentes del mercado a través de la entrega oportuna de la información relevante. La tercera función y mas importantes de las bolsas de valores, es que estas se constituyen como elemento central de los mercados secundarios los que determinan finalmente con el nivel de liquidez de los instrumentos que se transen en el mercado. Para asegurar lo anterior el mercado debe ser continuo, es decir, los valores deben ser transados por fondos líquidos con rapidez y fácilmente sin que exista una gran variabilidad de los precios de los valores en distintas transacciones. Por último, las bolsas tienen la función de regular los mercados. Es fundamental crear mercados confiables para la correcta formación de los precios; el principio de justicia es el que debe primar en las actividades bursátiles. Es por esto que las bolsas tienen que generar la normativa apropiada para cumplir con este principio.

¹⁶ Esto está ligado al concepto de “capitalismo popular”, el deseo de que la propiedad de las empresas no estuviese concentrado en pocas manos, si no que fuesen los trabajadores y empleados los que participaran en la administración y control de las empresas. Ya en 1987 Parada daba cuenta que esto no era solo mas que un anhelo, ya que para ese entonces se tenía un alto grado de concentración del control accionario de pequeños grupos.

Entidades de apoyo

Las entidades de apoyo ofrecen servicios que faciliten las operaciones de transacción de los valores, para que se reduzcan los riesgos propios de las negociaciones y aumente la eficiencia del mercado. Dentro de estas se encuentran las Empresas de Depósitos de Valores, cuyo rol es recibir en depósito valores de oferta pública, y la Sociedad Administradora de Sistema de compensación y Liquidación, la que tiene por objetivo la gestión de la transferencia de valores y los pagos correspondientes de tales transacciones.

Demandantes de valores

Son demandantes de valores personas o sociedades que poseen superávit de recursos financieros o que adquieren valores como instrumentos de inversión. Las administradoras de fondos de terceros descritas anteriormente son demandantes de valores a través de los fondos que administran. Tienen como principio fundamental la diversificación de las inversiones por lo que se combinan distintos tipos de instrumentos financieros- renta fija y renta variable- de distintos emisores, generando así oferta de valores que se adecuen a los distintos perfiles de los inversionistas¹⁷. A estas administradoras se suma como demandante los fondos de pensiones, cuyos aportes son realizados por las personas naturales que cotizan en sus cuentas de capitalización individual para la pensión de la vejez¹⁸. Estos fondos son recaudados y administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), e invertidos en alguna

¹⁷ Se definen 8 tipos de fondos mutuos según el objetivo de la inversión. Dentro de estos encontramos inversiones en instrumentos de deuda de corto plazo, mediano y largo plazo, o inversiones mixtas. También se encuentran inversiones en instrumentos de capitalización, de libre inversión, estructurado y dirigido a inversionistas calificados. Por otra parte los fondos de inversión se clasifican según el tipo de activo en cual se invierte, segmentándose en Fondos Accionarios, de Deuda, Inmobiliarios y Private Equity o Desarrollo de Empresas.

¹⁸ Cotización obligatoria del 10% de las remuneraciones y rentas imponibles, cotización voluntaria, depósitos convenidos, cotización adicional o comisión por depósito de cotizaciones (incluye prima de seguro de invalidez y sobrevivencia) o cotización por trabajo pesado. Fuente: Superintendencia de Pensiones, ¿Qué cotizaciones se registran en las cuentas de capitalización individual? <http://www.spensiones.cl/portal/orientacion/580/w3-article-2816.html>

cartera de los multifondos en búsqueda de maximizar la rentabilidad del ahorro de las personas. Las AFP se han erguido como figuras clave dentro del mercado de valores, canalizando una gran cantidad de recursos desde los trabajadores hacia este mercado. Otras sociedades que demandan valores son aquellas que administran los fondos para la vivienda y los fondos para la bonificación por retiro de algunos trabajadores del sector público. También, pueden existir inversionistas privados (personas naturales o jurídicas) y extranjeros que invierten su patrimonio en distintos instrumentos financieros.

Reguladores y fiscalizadores

El traspaso eficiente de los recursos desde demandantes hacia oferentes, en un mercado donde las relaciones entre los agentes están marcadas por altos niveles de asimetría de información, requiere un marco regulatorio capaz de reducir los costos de financiamiento derivados de estas asimetrías. A pesar de que el mercado de valores es un mercado centralmente muy regulado, una característica muy importante dada la complejidad y el dinamismo de los mercados es la constitución de las bolsas de valores como organismos auto-regulados¹⁹. Sin embargo, los intereses económicos de las bolsas como sociedades privadas pueden ir en detrimento de los inversionistas por lo que se plantean como los objetivos principales del marco regulatorio la promoción de la competencia por un lado y la protección de los inversionistas por otro, lo que requiere la existencias de los mecanismos apropiados para que la información relevante de emisores e intermediarios sea de calidad y asequible, Lefort (2005).

Dentro de los principales objetivos un marco regulatorio coherente con un buen funcionar de los mercados de valores se destacan: la promoción de la protección de inversionistas y la

¹⁹ Esto queda expresado claramente en el artículo 39 de la LMV: “las bolsas deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado competitivo, ordenado y transparente. Lo anterior, es sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia para impartir a las bolsas y a sus corredores las instrucciones y normas que estime necesaria”.

competencia, promover la regulación adecuada y eficiente a un costo justo y razonable, asegurar procesos correspondientes de resolución de conflictos e incentivar la participación del mercado en el proceso regulatorio.

Por lo tanto, uno de los desafíos para la autoridad es lograr un equilibrio entre la regulación a nivel centralizado y la auto-regulación de las bolsas de valores, las cuales tienen la facultad de generar la normativa operativa que ve con el cumplimiento de la ley.

De esta forma, las instituciones reguladoras y fiscalizadoras son las encargadas de verificar que el mercado opera correctamente y de que los distintos actores del mercado cumplan con las disposiciones legales vigentes y con las distintas normativas impuestas. Dentro de estas encontramos la Superintendencia de Valores y Seguros la cual supervisa el mercado de valores. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras que regula y fiscaliza el sistema bancario. La Superintendencia de Pensiones encargada del sistema de pensiones. Además, el Banco Central y el marco regulatorio vigente, como la Ley de Mercado de Valores²⁰ o la Ley de Sociedades Anónimas, velan por la correcta actuación de las distintas instituciones que conforman el mercado de valores.

REMUNERACIÓN, DERECHOS DE BOLSAS Y ASPECTOS TEÓRICOS

Producto de las negociaciones que realizan tanto las bolsas de valores como los intermediarios de valores, cada venta y compra de valores estará sujeta a cobros por los servicios prestados. Este cobro incluye:

a) Comisiones de los corredores: Cada corredor establecerá la política de comisiones respectiva, la cual es negociada libremente entre las partes.

²⁰ La Ley de Mercado de Valores en su artículo primero establece que las disposiciones de la ley quedan sometidas a la oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios.

b) Derechos de bolsa: Son establecidos por los directorios de las bolsas de valores dependiendo de los montos y los tipos de instrumentos transados.

Además, las bolsas realizan cobros mensuales a los emisores que registran sus valores en sus plataformas. Entonces, se reconocen dos fuentes de ingresos para las bolsas de valores: el cobro por los servicios de intermediación y el cobro por el registro de los valores. En general, las bolsas se han enfocado en los servicios de intermediación, por lo que las cuotas por la cotización de los valores en las respectivas bolsas son de menor cuantía.

En un mercado que opera eficientemente esperaríamos que los servicios se provean a precios competitivos. Las bolsas de comercio y los corredores de bolsa forman parte del mercado de valores ofreciendo servicios de intermediación para la compra y venta de valores. Para entender la dinámica del mercado de servicios de intermediación y el cobro que estos realizan se seguirá el modelo propuesto por Galetovic en el documento de la SVS “El reto de modernizar el mercado bursátil: 5 principios”.

La intermediación de valores utiliza básicamente dos insumos de transacción complementarios utilizados en proporciones fijas: servicio de corretaje y servicio de bolsa básico. Bajo esta condición, basta con monopolizar uno de estos servicios para obtener el mismo poder de mercado que se ejercería al monopolizar ambos mercados. Es más, el mercado no monopolizado debería comportarse competitivamente para evitar el problema de doble marginalización. Es por esto que, a pesar que se tenga competencia en los servicios por corretajes, si se cobran derechos de bolsa monopólicos la tarifa final de servicios de intermediación es coherente con una tarificación monopólica en los servicios de intermediación. Dadas estas características, y considerando el hecho que en el mercado de servicios de corretaje son diversos los corredores que participan, y que cada uno negocia la comisión privadamente lo que dificulta la colusión en

dicho mercado, lo más factible es monopolizar los derechos de bolsas si se quiere ejercer el poder de mercado.

Por otra parte, una tarificación eficiente sería aquella que solo realiza un cargo fijo, independientemente del tipo de instrumento, el monto y el número de transacciones. Esto debido a que el costo marginal de operar una orden de compra o venta adicional en las bolsas es prácticamente cero, ya que la capacidad de procesamiento de órdenes de los sistemas electrónicos excede con creces la utilización actual. Según Galetovic (2013) en un lapso aproximado de 3 años entre el 2010 y el 2013 se registraron 195 mil operaciones cerradas en la Bolsa Electrónica, sin embargo la capacidad del sistema de la bolsa en dicho periodo habría sido de alrededor de 110,000 millones de operaciones, lo que da cuenta de que el costo marginal de una operación en la práctica es cero.

Por la estructura mutualizada de las bolsas, en donde cada corredor es propietario de una acción de la bolsa en la que está inscrito, las utilidades o ingresos generados por la bolsa de valores se reparten en partes iguales. Esta característica genera que la eficiencia relativa de los corredores y la composición de estos en el directorio sea un factor determinante de la política de derechos. Dada una estructura de cobros pueden existir transferencias de rentas entre los corredores miembros de una bolsa. Los corredores ineficientes prefieren fijar derechos monopólicos ya que así se benefician de la transferencia de excedentes desde los corredores más eficientes, los que generan el mayor volumen de transacciones con sus respectivos derechos. Por otro lado, los corredores eficientes fijarían derechos coherentes con el nivel eficiente para evitar la transferencia hacia los corredores ineficientes. Dependiendo la composición del directorio (ineficientes vs eficientes) se tendrán distintas políticas sobre los derechos de las bolsas. Por último, si todos los corredores tienen el mismo nivel de eficiencia se fijan derechos

monopólicos ya que la contribución que realiza cada corredor es la misma, no hay transferencias de excedentes.

En el caso de las tres bolsas, las transacciones por cuenta de terceros realizadas en rueda en acciones inscritas tienen una tasa de derechos de 0.5% sobre el monto transado y mientras que si las acciones no están inscritas se aplica una tasa de 0.75% sobre los mismos. Sin embargo, las corredoras pueden acogerse a la aplicación de derechos privilegiados según tramos de operaciones dispuestos por el directorio (Tabla 1)²¹. Las operaciones por cuenta propia están exentas de derechos en los tres centros bursátiles de Chile.

Tabla 1. Derechos privilegiados Bolsas de Valores en Chile según tramos de operación			
Bolsa de Valores	Monto operado Mensual (UF)	Tasa (%)	Monto del tramo (UF)
<i>Bolsa de Comercio de Santiago</i>	Menor a 10,000	0.5	50
	Entre 10,000 y 20,000	0.3	30
	Entre 20,000 y 60,000	0.1	40
	Mayor o igual a 60,000	0.05	Variable
<i>Bolsa de Valparaíso/ Bolsa Electrónica</i>	Menor a 10,000	0.5	50
	Entre 10,000 y 20,000	0.3	30
	Entre 20,000 y 40,000	0.1	20
	Entre 40,000 y 60,000	0.05	10
	Mayor o igual a 60,000	0	0

Fuente: Elaboración propia a partir del Manual operaciones en Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, Manual de operaciones en Acciones de la Bolsa de Valparaíso, Circular número 46 de la Bolsa Electrónica.

La Bolsa de Comercio de Santiago también dispone para los inversionistas institucionales la suscripción de convenios de pago de derechos semestrales de 582 más IVA o un derecho Anual

²¹ Los corredores pueden acoger derechos privilegiados cuyas tasas marginales dependerán de los montos transados. Las operaciones iguales o superiores a 60,000 UF tienen una tasa marginal de 0.05% en la bolsa de comercio de Santiago y una tasa marginal de 0% en la bolsa electrónica y en la bolsa de Valparaíso.

de 1017 UF más IVA. Los derechos de bolsa son pagados por el corredor, el cual puede realizar el cargo al cliente. Sin perjuicio de lo anterior todos los corredores deben enterar mensualmente a la bolsa, por concepto de derechos y servicios bursátiles, un mínimo de 220 UF en el caso de la Bolsa de Comercio de Santiago, 45 UF en la Bolsa de Valparaíso y de 100 UF en la Bolsa electrónica. La creación de la Bolsa Electrónica y su política de cobrar tasas de 0% en operaciones por sobre las 60,000UF influenció fuertemente para que el directorio de la Bolsa de Comercio de Santiago bajara los derechos de bolsas y estableciera una política de derechos de bolsa más acorde a una tarificación eficiente ante la competencia que introdujo la Bolsa Electrónica. La política adoptada por la Bolsa Electrónica respondería a que en su directorio los corredores más eficientes contaban con mayor representación en el directorio, mientras que lo contrario ocurría en la Bolsa de Santiago donde eran los corredores menos eficientes los que tenían mayor poder de voto en el directorio, Galetovic (2013).

Por último, la Bolsa de Comercio de Santiago realiza cobros por derechos a los emisores cuyos valores se encuentran inscritos en la bolsa. Estos derechos son establecidos en función de su patrimonio (Capital pagado, reservas y resultados). Sobre las 3,159,000 UF de patrimonio se cobra un cargo fijo de 125 UF. Para las sociedades con patrimonio menor al señalado se cobran derechos de acuerdo a tramos a los cuales se le aplican distintas tasas²². La Bolsa de Valparaíso tiene un esquema similar con el mismo tope de 125 UF para las cuotas semestrales que deben pagar los emisores de valores.

²² Manual de Derecho y Obligaciones de Emisores

MICROESTRUCTURA DEL MERCADO Y MECANISMOS DE TRANSACCIÓN

La microestructura es un área de las finanzas cuyo objeto es establecer las relaciones que se dan entre los costos asociados a la provisión de los servicios de transacción y el comportamiento de los precios de los activos en el corto plazo, los cuales son reflejados en las comisiones y en lo que se ha denominado como el bid-ask spread (Diferencia entre el precio de venta y el precio de compra de un activo). Las estructuras de transacción, el tipo de instrumento, las características de los inversionistas y arreglos institucionales genera una serie de resultados en cuanto a la formación de precios, Lefort (2005). De esta forma la literatura ha desarrollado diversos modelos que reflejan el rol de la información y de las estructuras de los mercados en los precios de transacción de los activos. Uno de los pioneros en el desarrollo de esta área es Demsetz (1968) el cual sostiene que el costo de una intermediación inmediata está dado por las comisiones y el spread ask-bid. Esto debido a que hay un costo por esperar y mantener las órdenes de compra y venta que no se pueden ejecutar inmediatamente. La fuerza fundamental que estaría detrás del spread es la frecuencia con que ocurren las transacciones ya que está se relaciona inversamente a los costos de esperar por lo que el spread al cual está dispuesto a someterse un intermediario disminuye a mientras más frecuentes son estas.

Stoll (2001) define dos tipos de estructuras de mercado las de subasta y la de dealers (o de punta). Un mercado de subasta es en el que inversionistas a través de un broker (corredor) transan directamente sin la intervención de un dealer (dealer es aquel que opera por cuenta propia transando sus propios valores y generando ganancias a través de los diferenciales de precio de compra y venta). De esta forma el corredor ejecuta las órdenes de terceros a cambio de una comisión. En un mercado centralizado de subasta continua, las mejores órdenes de compra y

venta establecen los precios de mercados, y las cantidades transadas denotan la profundidad del mercado. En el caso de un mercado con estructura de dealers, los instrumentos son transados al bid-ask de estos especialistas, y no necesariamente a los precios establecidos por las órdenes limites. En este mercado los inversionistas, representados por los corredores, enfrentan los precios de especialistas, también conocidos como market makers, los cuales tienen la obligación de comprar y vender montos determinados para asegurar la liquidez del mercado, Lefort (2005). En la actualidad la mayoría de los centros bursátiles tienen estructuras híbridas, tal como el caso chileno en donde se tiene una estructura de subasta a través de los mecanismos de remate electrónico (subasta continua) o telerenta (subasta periódica) y también una estructura de mercado de puntas a través del sistema “OTC tasas” o “OTC puntas”, plataformas electrónicas interbancarias que permiten transar títulos de deuda, Lazen (2005). En la práctica estos mecanismos funcionan como mercados totalmente independientes, en donde el sistema “OTC tasas” es considerado como un mercado “fuera de bolsa”, D’Acuña et al (2009)

Existe una serie de factores que afectarían la formación de precios en los mercados. Estos factores están relacionados a fricciones que se dan en el proceso de negociación y tienen directa relación con los costos de transacción. En primer lugar se tiene los costos propios de la operación bursátil y la gestión de las órdenes que involucran capital y trabajo necesarios para proveer la información, enrutamiento de las órdenes, ejecución, etc. Un segundo factor es la presencia de precios no competitivos. El tercer determinante es el riesgo de inventario que asumen aquellos que intermedian valores y que corresponde la variación del precio puede perjudicar al intermediario dependiendo de la posición que tomo con respecto al activo. Un cuarto factor a considerar es que la tenencia y oferta de un valor genera una opción para el resto del mercado de transar el activo en base a nueva información y antes de que la oferta haya incorporada la nueva

información. Por último se encuentra las asimetrías de información ya que algunos inversionistas tienen mejor información privada o información “superior”.

Durante el proceso de negociación desarrollado en las bolsas bursátiles destacan una serie de elementos claves. El primero es la información de precios pasados y cotizaciones actuales, y su flujo en tiempo real genera mercados transparentes y favorece la correcta determinación de los precios²³. El segundo elemento tiene relación con los mecanismos de enrutamiento de las órdenes, los corredores que reciben órdenes de compra y venta deben conducirlos a los centros bursátiles para que estas den lugar a transacciones al mejor precio posible. El tercer elemento es la ejecución de las ordenes, como se mencionó anteriormente el principio fundamental es que las transacciones ocurran al mejor precio. Ejecuciones automáticas podrían obviar información relevante que no permitan el cumplimiento del principio de punta o mejor precio. Por último, se tiene la compensación y liquidación.

Los centros bursátiles chilenos funcionan a través de las órdenes que ejecutan los corredores por cuenta de terceros o por cuenta propia. Un mercado de órdenes contiene los mecanismos que permiten interactuar directamente a las órdenes de compra y venta, y el precio se ajusta ante cambios en la razón de órdenes de compra y venta. Generalmente, los que comercian las órdenes pueden establecer condiciones sobre las mismas, Cantillon & Yin (2011).

Una orden (de compra o venta) es entendida como un acto a través del cual un cliente (el tercero) autoriza a un intermediario (corredor) para comprar o vender un valor bajo ciertas

²³ El artículo 197 del reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago establece que “la bolsa proporcionara permanentemente información sobre las cotizaciones y las transacciones de los distintos valores que se pregonan en rueda o rematan”. Entendiéndose por transacción una operación realizada en la bolsa y por cotización el precio de un título que es objeto de transacción bursátil.

condiciones²⁴. La orden contiene una serie de información la cual es requerida para el buen funcionamiento del proceso de negociación (detalle en Anexo).

Una de las principales clasificaciones de las operaciones que ocurren dentro de una bolsa es si estas se efectúan en “rueda”²⁵ o “fuera de rueda”. En el caso de la Bolsa de comercio de Santiago existe una sala de ruedas destinada a los negocios bursátiles dispuesta para los miembros de la bolsa. Se entiende por rueda a la reunión a horas determinadas en donde los corredores realizan sus operaciones comerciales, es decir, donde llevan a cabo las transacciones a través de distintos mecanismos (Ver Tabla 2 Anexo). Por otra parte las operaciones pueden ser fuera de rueda, típicamente en esta se transan instrumentos de intermediación financieras, las nuevas emisiones de acciones o ofertas públicas de paquetes accionarios superiores al 10% del capital suscrito de una empresa.

Las transacciones en una bolsa se llevan a cabo mediante distintos mecanismos, distinguiéndose según el tipo de instrumento. Las acciones en rueda se pueden negociar principalmente a través de los sistemas de pregón, oferta a firme con y sin calce automático y remate²⁶. El sistema de pregón es cuando el corredor en la sala de rueda a viva voz pregona una orden de compra o venta. Una vez que se pregona una compra o venta a un precio determinado no puede existir una contra oferta inferior en caso de compra o superior en caso de venta. Para que el precio varíe se tienen que agotar ofertas pendientes a mejor precio. El sistema a oferta a firme es un sistema computacional que permite comprar y vender acciones detallando cantidad, precio, etc. Si es que el sistema no es de calce automático funciona simultáneamente con el sistema pregón. Las

²⁴ Norma de carácter general número 12, Bolsa de Comercio de Santiago.

²⁵ En la letra a del artículo 44 de la LMV establece que “*Los corredores de bolsa, deben llevar las órdenes que reciban directamente a la rueda, de modo de garantizar la reunión en esta, en un mercado de activo y de continua subasta, de todos los intereses de compra y venta a fin de que todas las transacciones se efectúen en un mercado abierto y el inversionista pueda obtener la más conveniente ejecución de sus órdenes.*”

²⁶ Manual de Operación de Acciones, Bolsa de Comercio de Santiago.

ofertas son difundidas a través de los terminales de consulta de los corredores y en pizarra de la sala de ruedas. Cuando existe calce automático el sistema es denominado telepregón el cual realiza las transacciones automáticamente ante compatibilidad de precio. La preferencia siempre la tendrá la oferta con mejor precio (mayor de compra y menor de venta). Por último se tiene el sistema de remate en sus diversas modalidades. El remate con martillero se realiza en la rueda física de la bolsa. Las ofertas son presentadas con anterioridad, luego se realizan las posturas y finalmente la operación es adjudicada a la mejor postura. En el remate electrónico las ofertas, posturas y la adjudicación se realizan a través de terminales conectados a la red computacional de la bolsa. Estos sistemas permiten transar instrumentos inscritos diariamente. Las acciones no inscritas o suspendidas pueden ser rematadas en un remate quincenal. Otra modalidad es el remate serializado en donde las ofertas de venta inscritas se van rematando una a una dependiendo de la hora en la que fueron inscritas, además, se define un tiempo determinado para que se realicen las posturas.

Las transacciones de renta fija e intermediación financiera en la bolsa de comercio de Santiago se dan principalmente a través del sistema de telerenta, remate electrónico y remate holandés²⁷. El sistema de telerenta es un sistema electrónico de calce automático que permite la difusión de ofertas de compra y venta de títulos de deuda. El calce es a través de la compatibilidad de las tasas de interés. El remate electrónico opera igual al descrito previamente. En este sistema se realiza el remate exclusivo que corresponde al remate de la colocación primaria de instrumentos. Por último el remate holandés es un remate en donde los usuarios ingresan posturas sobre las ofertas que elijan. Se ordenan las posturas según precio o tasa. Una vez ordenadas se suman las

²⁷ Características del Mercado Bursátil en Chile (2010).

cantidades hasta completar la cantidad de la oferta inicial y se adjudican a las posturas que quedan seleccionadas dentro de la suma priorizando posturas de mejores precios o tasas.

Una vez ejecutadas las operaciones a través de los distintos mecanismos de transacción se tienen que transferir los instrumentos y los pagos correspondientes. Este proceso es denominado como liquidación y compensación. Las operaciones son neteadas luego de ser convenidas. El cálculo de los saldos netos de los valores o los pagos es denominado como compensación. La transferencia de los instrumentos y de los pagos, generalmente realizados en moneda nacional, es denominada como liquidación, González (2010). Este proceso generalmente se lleva a cabo a través del Depósito Central de Valores S.A. pero también puede ser convenido entre las partes.

III. CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

En actualidad existen tres bolsas de valores operando en Chile: La Bolsa de Comercio de Santiago, La Bolsa Electrónica y La Bolsa de Corredores (Bolsa de Valparaíso). La Bolsa de Comercio de Santiago y la bolsa de Valparaíso cuentan con más de un siglo de historia siendo fundadas en 1893 y en 1898 respectivamente, mientras que la Bolsa Electrónica fue fundada en 1989 en un intento de diversas instituciones bancarias de entrar en el mercado de intermediación de valores y promover la competencia en el mercado bursátil chileno.

En términos globales, según un reporte realizado por el FMI (2004), el sistema financiero chileno muestra una gran concentración del capital. Esto tendría consecuencias adversas directas sobre el mercado de valores. El reporte señala que el mercado de valores es grande (en términos de la capitalización de las empresas transadas) pero que la liquidez es limitada. Esto reflejaría la concentración en la oferta y demanda de valores. Por el lado de la oferta, las Pymes tienen acceso casi nulo al mercado de valores. Esto podría explicarse por los requerimientos de tamaño para las AFP. Por el lado de la demanda, la dominancia de las AFP, las cuales muchas veces siguen una estrategia de “comprar y mantener”, perjudicaría la dinámica del mercado y la cotización de los mismos instrumentos.

Según datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) actualmente hay un registro de 45 corredores vigentes (Anexo Tabla 3), sin embargo esta cifra no permanece constante en el tiempo debido al quiebre o cierre de algunas corredores y a la entrada al mercado de nuevas sociedades. Esta entrada y salida de corredores denotaría un alto grado de competitividad y dinamismo en el mercado de servicios de corretajes, sin embargo, dependiendo de la bolsa que se analice se observa que un gran porcentaje de las transacciones se concentra en pocos corredores los cuales mantienen montos transados relativamente estables en el tiempo. De los 35 corredores

de valores que registraron alguna transacción durante el 2014 en la Bolsa de Comercio de Santiago, 7 concentraban aproximadamente el 75% de las transacciones realizadas por los corredores (Anexo Tabla 4), lo que da cuenta que el mercado de servicio de corretajes está dominado por pocos actores²⁸. En las transacciones realizadas por los corredores de la Bolsa Electrónica se tiene una estructura similar a la Bolsa de Comercio de Santiago ya que pocos corredores concentran gran parte de las transacciones realizadas en dicha plataforma (Anexo Tabla 5). En efecto, las 5 principales corredoras (de un total de 25) representaban aproximadamente el 62% de la totalidad de transacciones realizadas en la plataforma, y en donde sólo una corredora (Larraín Vial S. A.) tiene una participación del 27% de las transacciones que se llevaron a cabo durante el año 2014. Por último, de las transacciones realizadas por los corredores en la Bolsa de Valparaíso (Anexo Tabla 6) se tiene la particularidad de la existencia de un corredor de valores dominante el cual tiene una participación de casi el 90% de las transacciones realizadas en la bolsa (FIT Research Corredores de Bolsa).

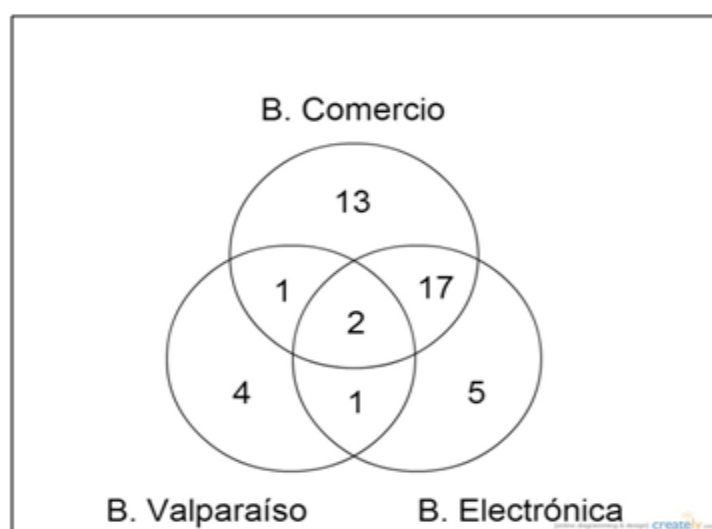
De las tres bolsas que operan actualmente, la Bolsa de Comercio de Santiago es la que tiene un rol preponderante dentro del mercado de valores. Esto se manifiesta principalmente a través de dos particularidades: el gran número de corredores registrado en dicha bolsa y la concentración de los montos transados en cada plataforma. Considerando a los tres corredores con mayor participación se tiene que estos realizaron prácticamente todas las transacciones registradas por las corredoras en esta bolsa durante el año 2013.

De los corredores que registraron transacciones durante Diciembre del 2014 (Figura 2) en las 3 plataformas, se puede observar que la mayor parte de estos se encontraban realizando

²⁸ Dentro de este grupo destacan las instituciones bancarias las cuales son actores relativamente nuevos en relación a la historia del mercado de valores en Chile. Banco Estado, Banchile y BBVA son los corredores de la Bolsa de Comercio que registraron los mayores montos transados durante el 2014.

transacciones en la Bolsa de comercio de Santiago, siendo 33 los corredores de valores que operaban en dicha bolsa. Esto contrasta con los 25 corredores que operaban en la Bolsa Electrónica y 9 corredores que operaban en la Bolsa de Valparaíso en dicho instante (considerando que hay corredores que operan en más de una bolsa de valores). De los 33 corredores que transaron en la Bolsa de Comercio, 13 de estos estaban registrados exclusivamente en esta bolsa, mientras que 17 corredores se encontraban simultáneamente en la Bolsa de Comercio y en la bolsa Electrónica. Tan solo un corredor estaba en la Bolsa de Comercio y en la Bolsa de Valparaíso. Además, dos corredores tenían presencia en las tres bolsas de valores, cuatro corredores operaban sólo en la Bolsa de Valparaíso y cinco corredores transaron sólo en la Bolsa Electrónica. De esta forma vemos que en cuanto a los corredores la Bolsa de Comercio de Santiago se establece como el centro más atractivo para los corredores. Esto se ve reflejado en que el 76% de los corredores operaba- exclusiva o simultáneamente en otras bolsas- en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Figura 2. Operaciones de corredores según bolsa de valores



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de la SVS. Construcción en base a corredores de valores que registraron transacciones durante el mes de Diciembre del año 2014.

Los montos transados también reflejan el rol dominante que tiene la Bolsa de Comercio de Santiago en el mercado de valores, existiendo un dominio casi absoluto de esta. Durante los últimos cinco años (Tabla 7) en la Bolsa de comercio de Santiago se ha concentrado más del 98% de los montos transados en el mercado, existiendo incluso una tendencia hacia una mayor concentración aún mayor en esta plataforma. Además, Los montos transados en dicha plataforma aumentaron aproximadamente un 60% en ese período de tiempo, tendencia que no se repite en las otras plataformas las cuales han perdido protagonismo en el mercado de valores, especialmente la Bolsa de Valparaíso que representa una ínfima participación de las transacciones.

Tabla 7. Montos transados en las bolsas				
<i>Montos transados (Cifras en millones de pesos)</i>				
<i>Año</i>	<i>Bolsa de Comercio</i>	<i>Bolsa Electrónica</i>	<i>Bolsa de Corredores</i>	<i>Total</i>
2014	566,527,622	3,364,066	580	569,892,268
2013	534,821,181	6,688,035	117,052	541,626,268
2012	463,089,482	4,222,634	138,380	467,450,497
2011	459,065,357	5,487,773	72,064	464,625,194
2010	394,754,906	5,025,571	134,283	399,914,760
<i>En porcentajes (%)</i>				
<i>Año</i>	<i>Bolsa de Comercio</i>	<i>Bolsa Electrónica</i>	<i>Bolsa de Corredores</i>	<i>Total</i>
2014	99.41	0.59	0.00	100
2013	98.74	1.23	0.02	100
2012	99.07	0.90	0.03	100
2011	98.80	1.18	0.02	100
2010	98.71	1.26	0.03	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SVS. Considera transacciones de acciones, oro y plata, instrumentos monetarios, renta fija, intermediación financiera y cuotas de fondos.

Con respecto a los instrumentos transados, durante el 2014 en la Bolsa de comercio de Santiago (Anexo Tabla 8), los instrumentos de intermediación financiera representan aproximadamente el 49% de los montos transados en la bolsa, seguidos por las transacciones en instrumentos monetarios y los instrumentos de renta fija que representan el 25% y 22% de los montos transados respectivamente. Las acciones en esta bolsa representan un porcentaje menor de los montos transados con tan solo un 4%. Por otra parte, en la Bolsa de Valparaíso los montos transados durante los últimos años son explicados principalmente por la transacción de acciones, mientras que en la Bolsa Electrónica los instrumentos más transados son las acciones y los instrumentos de renta fija los que representan aproximadamente el 89% de las transacciones realizadas durante los últimos cinco años.

Dada la estructura del mercado, en donde la mayor parte de las transacciones están concentradas en la Bolsa de Comercio de Santiago, la realidad de esta última refleja bastante bien lo que ocurre en el mercado de valores por lo que vemos que los instrumentos que más se transan en el mercado son los títulos de deuda a corto plazo como efectos de comercio, depósitos reajustables, etc, mientras que las acciones representan una fracción menor de las transacciones realizadas en el mercado.

IV. INTERCONEXIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES

Como fue visto en la sección previa, la Bolsa de Comercio de Santiago se establece como uno de los polos más atractivos para la intermediación de instrumentos financieros dentro del mercado de valores chileno. Esto se ve reflejado en que la mayoría de los corredores operan en su plataforma y que casi la totalidad de las transacciones realizadas en las bolsas de valores estén concentradas en la misma. A pesar de que la introducción de la Bolsa Electrónica generó competencia y permitió que la Bolsa de Comercio no abusara de su posición dominante (lo que permitió una caída de los derechos de bolsas), aún persisten características propias del funcionamiento del mercado de servicios de intermediación que no aseguran el cumplimiento de los principios básicos establecidos para el mercado. Es por esto que el 20 de Febrero del presente año la Fiscalía Nacional Económica (FNE) presentó una solicitud al Tribunal de Libre Competencia (TLC) para que iniciara un Expediente de Recomendación Normativa para generar las modificaciones legales pertinentes con el fin de introducir un mayor grado de competencia en el mercado de la intermediación de valores en Chile. Esta recomendación incluye cambios en dos materias que son propias del funcionamiento y la estructura de las bolsas de valores: la mutualización y las operaciones interbolsas²⁹ de carácter vinculante (o la interconexión).

La reforma a la Ley de Mercado de Valores de 1980 revolucionó completamente la estructura del mercado de capitales chileno en un contexto de profundas reformas económicas. El énfasis de la reforma estuvo puesto en la promoción del mercado, y su auto regulación, como principal motor de la eficiencia económica. Asimismo, la búsqueda de mercados equitativos y transparentes se transformaría en el eje central de la reforma. De esta manera se reconocía que la fragmentación

²⁹ Por operaciones interbolsas se entiende el acceso remoto a la información en tiempo real sobre las ofertas de cualquier bolsa de valores. De esta forma una orden de mercado podrá ser calzada contra la mejor oferta independiente del origen de la orden y la oferta.

del mercado accionario era contraproducente para el desarrollo del mismo³⁰, ya que posibilitaría diferentes cotizaciones entre los distintos mercados debido a la gran variabilidad de retornos de estos instrumentos y su alto grado de sustitución. Por lo tanto, uno de los objetivos principales de la autoridad económica de ese entonces era tener un mercado unificado, por lo que los centros bursátiles se transformaron en la piedra angular de la intermediación de valores para evitar así la fragmentación de los mercados y fomentar la existencia de un mercado de valores unificado, líquido y competitivo.

El artículo 44 bis de la LMV establece que:

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

Además, la SVS el año 2004 mediante el Oficio Circular n° 253 constituye la instrucción respecto al intercambio de información a tiempo real y a las operaciones interbolsas. Ante esto, las bolsas acordaron durante el 2005 a intercambiar información sobre las mejores ofertas de compra y venta (puntas) para una correcta difusión de los precios entre las bolsas y establecieron los procedimientos para las operaciones interbolsas³¹.

Sin embargo, en base al principio de autorregulación que impera en la estructura de los centros bursátiles hoy en día, las bolsas no tiene la obligación de realizar operaciones interbolsas ya que

³⁰ Historia de la LMV, página 6.

³¹ Manual de operaciones en acciones, Bolsa de Comercio de Santiago.

las normas establecidas por las mismas no genera una relación vinculante entre las partes. Hoy en día las operaciones interbolsas son de carácter voluntario³².

Ante este escenario, las operaciones interbolsas resultan prácticamente irrelevantes en el funcionamiento diario de las bolsas de valores. En términos relativos a los montos transados en los tres centros bursátiles chilenos las operaciones interbolsas tienen cada año menos relevancia y el número de operaciones de este tipo ha ido cayendo en los últimos años. Además, una particularidad de estas operaciones es que prácticamente no se ha generado ninguna operación interbolsa desde la Bolsa de Comercio de Santiago, registrándose solo operaciones que se originaron en las bolsas de Valparaíso y Electrónica (Tabla 9). La Bolsa Electrónica es la plataforma que más utilizó este tipo de operación entre los años 2007 y 2012, en términos del número de operaciones y de volúmenes transados. Una gran proporción de estas operaciones tenían como destino aquel centro bursátil.

La casi inexistencia de las operaciones interbolsas en la actualidad da cuenta de una fragmentación en el mercado bursátil. Ya que cada centro funciona independientemente uno de otro, en donde se realizan operaciones al interior de cada bolsa cotizándose los instrumentos financieros transados según las características propias de cada centro bursátil. Durante el período transcurrido entre enero del 2010 y abril del 2013, aproximadamente una de cada tres de las transacciones cerradas en la Bolsa Electrónica tenía una punta (una oferta a mejor precio) en alguna otra bolsa, Galetovic (2013). Esto implica que quienes pudieron haber comprado a un precio más bajo pagaron un precio más alto y aquellos que pudieron vender a un precio más alto

³² En la sección de operaciones interbolsas del manual de operaciones de acciones se establece que “Las ofertas interbolsas no serán vinculantes, esto es, no condicionarán el mercado de las Bolsas que la recibe”. Además, que para efecto de las operaciones inter-bolsas, las ofertas estarán por lo menos tres minutos en la bolsa de origen antes de ser transmitidas en forma simultánea a las otras bolsas.

recibieron un precio menor por su venta. Además, como señala el autor la existencia de los operadores directos (corredores de una bolsa que operan a nombre de corredores de otra bolsa a cambio de un pago correspondiente) es otra prueba de que el mercado accionario se encuentra fragmentado.

Tabla 9. Operaciones inter-bolsa en montos MMS (número de transacciones)						
Año	Destino BVV		Destino BCS		Destino BEC	
	Desde BCS	Desde BEC	Desde BVV	Desde BEC	Desde BVV	Desde BCS
2007	0 (0)	583 (201)	15529 (4621)	22200 (3017)	75 (24)	0 (0)
2008	1.6 (1)	637 (192)	3586 (1062)	15539 (2295)	38 (11)	0 (0)
2009	0 (0)	437 (153)	3082 (772)	12048 (2811)	37 (14)	0 (0)
2010	0 (0)	291 (122)	2634 (862)	22314 (5696)	33 (18)	0 (0)
2011	0 (0)	423 (94)	802 (158)	16117 (4639)	1 (7)	0 (0)
2012	0 (0)	186 (25)	72 (28)	4739 (1307)	0 (0)	0 (0)

Fuente: Fiscalía Nacional Económica 2014, *Expediente de Recomendación Normativa*. Las transacciones señaladas corresponden a acciones y cuotas de fondos mutuos entre los años 2007 y 2012. BVV: Bolsa de Valores de Valparaíso. BCS: Bolsa de Comercio de Santiago. BEC: Bolsa Electrónica de Comercio.

La fragmentación del mercado bursátil tiene consecuencias directas sobre el funcionamiento competitivo del mercado de valores. Como se mencionó anteriormente la LMV vela por la existencia de un mercado competitivo y unificado. Sin embargo, la integridad de los precios de mercado se ve cuestionada ante las diferencias de cotización, por más pequeñas que estas sean.

LA LIQUIDEZ DEL MERCADO

Características estructurales del mercado de valores- mutualización y la inexistencia de operaciones interbolsas- provocan que la liquidez del mercado sea una cualidad particular de cada centro bursátil. Según Galetovic (2013) las medidas de liquidez han mejorado para la Bolsa de Santiago, y han empeorado para las otras dos bolsas. Aun así, el mercado en su totalidad presenta un grado de liquidez reducido.

Por liquidez de mercado entendemos la capacidad de transar un activo en el mercado en el menor tiempo posible a un precio que refleje el verdadero valor del activo de acuerdo a los factores económicos asociados sin la contaminación de factores no coyunturales a la oferta y la demanda. Mientras más corredores y más inversionistas sea capaz de atraer una bolsa, mayor será su liquidez, puesto que la probabilidad de que las órdenes sean calzadas aumenta. La importancia de la liquidez del mercado reside en que esta tiene efecto directo sobre la propagación y vulnerabilidad frente a shocks externos, la especulación, manipulación de precios y dificultad de valorar correctamente los portafolios de activos. Además, la liquidez es un factor fundamental en el desarrollo de mercados profundos de derivados, ya que precios continuos y disponibles en el mercado “spot” son la clave en la construcción de estrategias sobre futuros o forwards, Lazen (2005). La capacidad que tiene de deshacer posiciones un intermediario estará relacionada directamente con la liquidez del mercado. Mientras más costoso, en términos de tiempo, sea para un intermediario ejecutar una orden, más ilíquido será mercado, y mayor será la probabilidad de que las transacciones de mayor volumen afecten los precios de los activos y mayor será el retorno o prima exigido para un activo perteneciente a un mercado con liquidez deficiente, Pascual (2003).

En el caso del mercado bursátil chileno, los corredores podrán acceder solo a la liquidez que le es “provista” por el centro en el cual operan, a pesar de que la liquidez no debiese ser patrimonio de estos centros. Por lo tanto, los corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago son los que corren con ventaja al momento de la intermediación de valores, ya que la bolsa le “provee” una liquidez mayor que los otros centros bursátiles. Esta dominancia se ve reflejada en que dicho centro bursátil aglomera la mayor cantidad de corredores y concentra casi la totalidad de las transacciones del mercado. Producto de la iliquidez de una mercado inversionistas tendrían que conformarse con peores precios o esperando más tiempo para que sus órdenes sean ejecutadas. De esta forma la Bolsa de comercio de Santiago es la alternativa más atractiva tanto para intermediarios como para las sociedades que quieren transar sus valores. Toda vez que una bolsa no tome una oferta proveniente de otra bolsa, el principio de ejecución al mejor precio disponible solo se cumple considerando las órdenes de una misma bolsa. La fragmentación del mercado permite que existan diferencias en las cotizaciones de los instrumentos según el centro bursátil en el cual entra la orden.

En un mercado integrado las órdenes entrantes tienen la oportunidad de ser calzadas contra las mejores ofertas disponibles a través de todas las bolsas. De esta forma la liquidez sería una característica propia del mercado y no una cualidad asociada a cierta bolsa o grupo de corredores. La interconexión reduce los costos y tiempos de demora de las transacciones, promoviendo la eficiencia de los precio de mercado. En un mercado fragmentado la decisión de donde se coloca la orden puede tener un efecto significativo en el precio final. Negociaciones similares pueden diferir, por lo tanto, sistemáticamente dependiendo de la localización de ejecución, controlando por tipo de instrumento, monto de la negociación, tiempo de ejecución,

etc. La evidencia muestra que son los centros más líquidos los que obtienen los mejores precios para los instrumentos transados, Lee (1993).

COMPETENCIA Y EXTERNALIDADES DE RED

Las bolsas de valores pueden ser entendidas como firmas que ofrecen dos servicios combinados: la cotización (inscripción) de los valores de diversas sociedades y la plataforma para que corredores intermedien las órdenes de compra y venta de valores por cuenta de terceros o cuenta propia. En la producción de estos servicios las bolsas de valores se constituyen como redes que permiten la intermediación de los instrumentos financieros y que presentan externalidades tanto en la producción como en consumo.

Por el lado de la oferta, las bolsas de valores exhiben economías de escala en el procesamiento de las transacciones. El costo promedio de transar instrumentos financieros disminuye con el número de instrumentos transados, Stoll (2001).

La externalidad por el lado del consumo viene del hecho de que el valor del servicio ofrecido incrementa con la cantidad vendida del mismo. Esto se debe a que la utilidad derivada del consumo aumenta con la cantidad de agentes consumiendo el mismo servicio. Los consumidores forman expectativas considerando el tamaño de las redes que compiten; si se espera que una firma sea dominante los consumidores estarán dispuestos a pagar más por el servicio, lo que llevará finalmente a la red elegida a constituirse como la dominante del mercado, Katz & Shapiro (1985). Al ser los servicios ofrecidos por las bolsas complementarios, de nada sirve que una bolsa concentre el mayor número de corredores si no tiene instrumentos que transar, ni tampoco que existan muchos instrumentos por transar y órdenes que ejecutar si es que no encontramos a los intermediarios para que lo hagan. Mientras más atractivo es una bolsa para las

firmas que cotizan, más atractivo es para los inversionistas transar en ella, y viceversa. Así, los centros bursátiles más atractivos para los inversionistas y emisores serán aquellos que concentran la mayor cantidad de transacciones y de corredores, como es el caso de la Bolsa de comercio de Santiago. La existencia de una red en la que operan la mayoría de los agentes (empresas, inversionistas y corredores) reduce los costos de transacción y aumenta la probabilidad de que se ejecuten las órdenes. El alcance de los efectos de red dependerá de la compatibilidad de los sistemas del mercado.

Por lo tanto, por la complementariedad de los componentes de la red, cada servicio no tendrá valor económico sin la existencia del otro; requiriéndose así una liquidez mínima necesaria para que ocurra una transacción en el mercado, Economides (1996). En Pagano et al (2001) se analiza las características de una bolsa que inducen a una empresa a buscar listarse en una bolsa diferente en relación a la bolsa donde se listó inicialmente para el caso de países europeos y Estados Unidos. Los autores encuentran que existe una relación positiva para el nivel de liquidez, el tamaño de la bolsa (número de firmas) y la cantidad de compañías listadas del mismo rubro. Mayor liquidez reduce el costo de capital para las firmas, toda vez que es valorado por inversionistas y reflejado en los precios de mercado. Una bolsa más grande permite acceder a un pozo de inversionistas más grande y puede generar mayor visibilidad y reputación. La decisión de los pares también es relevante ya que pueden existir cascadas de información y puede generar una desventaja competitiva permanecer fuera de tal bolsa. De esta forma se constituyen fuertes barreras de entradas para nuevos actores en el mercado. No es suficiente para una bolsa entrante contar con un mecanismo de transacción más eficiente, sino que tiene que reunir una masa crítica mínima de corredores como de sociedades que estén dispuestos a inscribir sus valores. Incluso una bolsa entrante que fuese más eficiente en todos los sentidos podría quedar fuera del mercado.

En un mercado con estas características, la existencia de una bolsa dominante no implicaría que el mercado funcione ineficientemente ya que las fuerzas antes mencionadas (externalidades y economías de escala) conducen a una centralización de las operaciones ya que así se aprovechan de mejor forma las externalidades de red directas (transacción de instrumentos financieros), externalidades de red cruzadas (mayor número de intermediarios para transar) y las economías de escala de las transacciones.

La industria de las bolsas de valores combina efectos de red, costos fijos altos, costos de cambio y diferenciación. En sus particularidades, es de esperar que en la dinámica de la competencia surjan situaciones como equilibrios múltiples, importancia de las creencia y la historia, adopción de tecnología segada y resultados ambiguos en términos de bienestar, Cantillon & Yin (2011). Di Noia (1998) definen un modelo de teoría de juegos para representar la dinámica de competencia de centros bursátiles europeos bajo distintos escenarios de compatibilidad y no compatibilidad, es decir cuando existe o no interconexión remota entre las distintas bolsas. Los equilibrios competitivos dependerán de la eficiencia relativa que tengan las bolsas en los respectivos servicios prestados. En el caso de que el monopolio sea la respuesta eficiente del mercado no hay justificación privada o social de buscar una fusión implícita a través de una interconexión con carácter vinculante. Por otra parte, cuando existen ventajas comparativas cruzadas la fusión implícita mejora en termino de bienestar a los consumidores y a las bolsas de valores. De esta forma la autoridad debiese promover las operaciones interbolsas ya que en ausencia de coordinación política la compatibilidad no surgirá. El modelo demuestra que las externalidades de redes pueden encerrar a las bolsas en resultados que no son eficientes (Pareto inferior) debido a la falta de coordinación aun cuando existe perfecta competencia. Los efectos de la red hacen posible que una bolsa sea escogida aun cuando los precios de sus servicios sean mayores. Esto se

debe a que puede existir exceso de inercia y porque la historia importa en la dinámica de la competencia. Precisamente es en este caso que la autoridad tiene el rol de buscar la interconexión del mercado bursátil, ya que este generaría mejoras en términos de bienestar. Mientras más bolsas transen los mismos instrumentos, mayor será el volumen de las negociaciones. Además, bajo compatibilidad la bolsa puede ofrecer a los corredores mejor acceso a información, menores costos de transacción, incremento de la liquidez y mejor descubrimiento de precios. Por último, otra implicancia relevante es que bajo escenarios de compatibilización de las redes puede surgir la especialización de las bolsas en alguno de los servicios prestados. La heterogeneidad de los inversionistas también ofrece una oportunidad de diferenciación para la coexistencia de centro bursátil. El alcance del producto definido por la bolsa puede ser un elemento importante de diferenciación para las bolsas de valores, ya que este puede definir servicios post transacción o resultar conveniente mantenerse en un centro en el que ya se negocia otros productos. Cantillon & Yin (2011) reconocen en la heterogeneidad uno de los factores principales que permiten la coexistencia de centros bursátiles y que operan en sentido contrario a las fuerzas económicas tradicionalmente modeladas. Esto puede ser de gran relevancia para el mercado chileno, ya que la tendencia mundial es a la diversificación de los servicios de intermediación. Un claro ejemplo de esto en el caso chileno es la Bolsa Electrónica la cual posee uno de los sistemas de transacción electrónicos más modernos de Latinoamérica³³. Sin la compatibilidad del mercado es difícil que grandes flujos de órdenes vayan hacia la bolsa puesto que la liquidez de esta es menor. Las externalidades de red y los eventos históricos son importantes en la velocidad de adopción de

³³ La Bolsa Electrónica ha generado una serie de desarrollos tecnológicos para estar en la vanguardia de los sistemas transaccionales de Chile. En las transacciones de acciones generó una alianza estratégica a fines del año 2012 con NASDAQOMX poniendo en marcha el sistema de transacción de acciones Xstream, lo que lo posiciona como uno de los líderes tecnológicos de la región. Además, cuenta con la plataforma de dólares spot Datatec que les permite concentrar gran parte de las transacciones de la moneda en el Mercado Local. Memoria 2014, Bolsa Electrónica de Chile (2015).

una innovación que crea nuevos servicios en una red. Cuando existe incompatibilidad, competencias entre las bolsas y las externalidades son fuertes, el patrón de adopción de innovaciones de equilibrio puede ser discontinuo. Esto quiere decir que pueden existir distintos tamaños de red que soportan un mismo equilibrio, Economides (1996).

Katz y Shapiro (1985) señalan que con incompatibilidad pueden existir equilibrios múltiples de oligopolio asimétricos, en donde una empresa puede ser exitosa y disfrutar de una gran participación de mercado solo por las expectativas de los consumidores. En el contexto actual chileno es muy difícil que la Bolsa de Comercio de Santiago genere los mecanismos adecuados para que las operaciones interbolsas sean una alternativa viable. Las redes muy grandes en general estarán en contra de la interconexión aun cuando haya mejoras en términos de bienestar. En este caso el incentivo privado sería menor al incentivo social de buscar compatibilización. Además, los autores señalan que la adopción de un proceso estándar requerido para una interconexión exitosa, tendrá lugar solo si todas las firmas se benefician de la adopción de este. Sin embargo, la firma más grande es la que tiene menos incentivos a buscar este acuerdo ya que es la que tiene más ganancias antes de la compatibilidad. Además, la mutualización genera una barrera adicional ya que son los corredores los que tienen representantes en el directorio y son ellos los que establecen los acuerdos requeridos para la interconexión. Como los corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago se benefician de privar de la liquidez total a los corredores de otras bolsas porque así pueden fijar comisiones más altas derivadas de una mayor demanda por su servicio, el cual sería de mayor calidad al tener acceso a una mayor liquidez. Un mercado fragmentado beneficia a los corredores de la bolsa más líquida, y perjudica a los corredores de las bolsas menos líquidas, Galetovic (2013). Bajo esta configuración son pocos los incentivos

que enfrenta la bolsa mencionada para buscar un trato igualitario a las operaciones realizadas dentro de las bolsas con las operaciones entre las bolsas.

En la actualidad la Bolsa de Comercio de Santiago sostiene una posición dominante en el mercado, sin embargo, no es fácil establecer si esta posición a la mayor valoración derivada de las externalidades de red o a que el mercado se encuentra en un equilibrio inferior producto de algún grado de inercia que presente el mercado. Como fue señalado anteriormente la creación de la Bolsa Electrónica permitió reducir los derechos de bolsas y realizar una tarificación eficiente para los corredores que transan volúmenes grandes, ganando así una participación importante dentro del mercado accionario chileno. Katz y Shapiro (1994) sostienen que en la configuración de las bolsas como redes, y en presencia de externalidades de red, las expectativas que realizan los usuarios sobre el alcance de la red provocan que el feedback entre los usuarios, y entre los usuarios y la plataforma, sea un elemento importante dentro del proceso de decisión de los agentes. Es por esto que existiría una propensión a una “inflexión” en el mercado, entendida como la tendencia de una red de apartarse (o despegar) en términos de popularidad con respecto a su competencia, una vez que se gana un margen inicial. La heterogeneidad de los consumidores y la diferenciación de los productos tienden a debilitar la inflexión del mercado y permite la coexistencia de múltiples redes. Resulta plausible pensar que parte del dominio de la Bolsa de Comercio de Santiago se explique por las reglas del juego impuestas por su propio directorio y a la casualidad histórica de que es el centro bursátil con más historia y está ubicado en el centro económico de Chile.

Otro factor fundamental en el análisis de la compatibilidad son los costos asociados a la interconexión. Mientras mayores sean los costos, menores son los incentivos que tienen los

incumbentes en adoptar un estándar que permitan las operaciones entre las plataformas. Galetovic sostiene que los costos de interconexión son irrelevantes en relación a los montos transados por las tres plataformas en la actualidad. Según el autor solo se requeriría el desarrollo de un algoritmo que rutee cada oferta al sistema de transacción de la bolsa donde este la mejor oferta contraria, lo que no requeriría equipos nuevos ni inversiones adicionales. Esto no superaría el millón de dólares en términos de costos. De esta forma se constataría que los costos no son un impedimento para lograr la interconexión de las bolsas. El producto derivado de la interconexión debiese ser mayor a nivel de industria en comparación a un equilibrio con menor nivel de compatibilidad.

A parte de los costos pecuniarios de la interconexión, pueden surgir otros costos derivados de generar la compatibilidad entre los distintos centros bursátiles que operan en Chile. Uno de estos es que la compatibilidad puede reducir la variedad de los mecanismos transaccionales, los cuales se constituyen como un factor importante de éxito de las bolsas de valores. Puede resultar en una estandarización de los procesos de la industria debido a problemas de coordinación por lo que sería difícil adoptar nuevos estándares. Por otra parte, al acceder a la liquidez completa del mercado bursátil las bolsas pueden tener menos incentivos a desarrollar avances tecnológicos que permitan aumentar la liquidez del mercado, como las innovaciones que ha generado la Bolsa Electrónica ante la dominancia de la Bolsa de Comercio de Santiago. Otro problema que puede surgir de la interconexión es que la información provista por cada centro se transforma en un bien público de todas las bolsas electrónicas. Además, la LMV establece que no se puede comercializar la información relevante para los que los inversionistas tomen las decisiones correctas. De esta forma puede surgir un problema de “free raider” y una sub-provisión de información.

Vasta literatura enfrenta el problema de la fragmentación de los mercados, en donde existen dos fuerzas que actúan contrariamente en virtud de la fragmentación y la centralización de los mercados (Amihud y Mendelson (1996), Chowdhry y Nanda (1991), Hamilton (1979), Domowitz et al (1997) y McInish y Wood (1996)). La evidencia empírica no ha logrado generar una respuesta única e inequívoca. Las fuerzas de la fragmentación actúan mediante la competencia que se daría entre las distintas plataformas por atraer los flujos de órdenes. Por el contrario, la fragmentación afectaría la liquidez de los mercados ya que al existir diversos mercados los flujos de órdenes se fraccionan entre más alternativas, lo que reduce la probabilidad de que se ejecute rápidamente una orden en el mercado. Una consideración importante en el debate chileno es que la ley ha transformado a las bolsas de valores en la piedra angular del mercado de capitales chileno. Por lo mismo los administradores de fondos de pensiones pueden invertir solo en valores registrados en las bolsas chilenas, y la facultad de poder invertir en el extranjero es solo reciente en relación a la historia del sistema. Sin embargo, hoy en día existen otras plataformas que permiten transar instrumentos de deuda y que superan con creces los montos transados en bolsas. Sistemas como los “over the counter” (OTC) o el “mercado de puntas” permiten transar a los bancos instrumentos financieros- como los emitidos por banco central- concentrando una gran proporción del mercado secundario de deuda chilena, Lazen (2005). El mercado de valores efectivamente se encuentra fragmentado y, a pesar de lo que establece Galetovic (2013), este permanecerá fragmentado aun cuando exista interconexión entre las bolsas. Ya los mercados mencionados funcionan totalmente aparte de las bolsas de valores, y la regulación vigente no se enmarca en un modelo integral, ya que muchos de estos sistemas son posteriores a la gran reforma de la ley de mercado de valores de los años 80. La tendencia mundial apunta hacia la especialización de los sistemas de transacción, es por esto que

los “Alternative trading system” (ATS), como los “Crossing networks” (CN), se plantean como alternativas válidas al momento de la intermediación de valores. Los CN permiten a los participantes a ingresar órdenes, las cuales son cruzadas con órdenes de un mercado en un tiempo específico. Este sistema no participa en el proceso de descubrimiento de precios, si no que utiliza la información generada los por mercados “centrales”, Degryse et al (2006). La especialización de las plataformas es una tendencia mundial en el contexto de integraciones de los mercados de capitales mundiales como el caso de la Eurozona e incluso alianzas intercontinentales como el caso de la bolsa de Nueva York en Estados Unidos con algunos países de la eurozona (NYSE Euronext).

V. ESTRUCTURA MUTUAL

Los servicios de intermediación en Chile se encuentran verticalmente integrados. Esta cualidad del mercado descansa en la estructura mutualista de las bolsas de valores; el derecho de ejercer la intermediación de valores en una plataforma está sujeto al derecho de propiedad sobre la misma. Esta característica yace en una exigencia normativa establecida por las propias bolsas de valores (artículo 12 del estatuto de la Bolsa de Comercio de Santiago y artículo 10 de los estatutos respectivos de la Bolsa Electrónica y Bolsa de Valparaíso) y no a una imposición del marco regulatorio vigente ya que legalmente se reconoce que las bolsas en Chile son sociedades anónimas especiales con fin de lucro y cuyos intermediarios no necesariamente deben ser accionarios. A pesar de esto, en la práctica la mutualidad se mantiene³⁴.

La estructura mutualista responde a la tradición de las bolsas de valores en todo el mundo, en donde éstas eran concebidas como bienes semi-públicos cuyo único fin era otorgar una plataforma para las transacciones de instrumentos financieros. Por lo mismo, en general no tenían fin de lucro. Las bolsas tradicionalmente se han organizado como cooperativas en donde por lo general cada miembro de la bolsa, los que son propietarios de la misma, tiene votos equivalentes en asuntos del gobierno de la bolsa. La estructura cooperativa podía fomentar una toma de decisiones eficientes, especialmente cuando los miembros eran homogéneos y cuando la propiedad concentrada da a los no accionistas pocos incentivos para realizar inversiones específicas. Así, las bolsas mutuales aseguraban los intereses de sus miembros ya que las bolsas en principio tendrían un gran poder de mercado con respecto a sus cliente, por lo que organizar una bolsa como una entidad donde el cliente es el propietario los protege de una posible

³⁴ Rodríguez, V. (2001). Presentación: “Desmutualización de las Bolsas de Valores en Chile”. Madrid, España, 12-16 de noviembre. Recuperado en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/12/VivianneRodriguez1.pdf>

expropiación por parte del monopolio. De esta forma son factores económicos e históricos los que jugaron un rol importante en la determinación de las estructuras tradicionales de las bolsas de valores, Mandiola & O'hara (2003).

Sin embargo, la tendencia mundial apunta hacia una concepción de las bolsas como empresas que provee una serie de servicios, tanto a los corredores como a los inversionistas. Así, se ha visto un proceso desmutualización de las principales bolsas del mundo como respuesta a la evolución de los sistemas financieros, la automatización de los sistemas de transacción y la introducción plataformas alternativas facilitada por la irrupción de las redes electrónicas de comunicación, avances que han erosionado el poder monopólico que sostuvieron las bolsas por mucho tiempo . Asimismo, las presiones competitivas han generado la necesidad de buscar recursos para mejorar la tecnología acorde a las nuevas demandas de los mercados y a la búsqueda de procesos más eficientes. Hoy en día las principales bolsas del mundo se constituyen bajo estructuras desmutualizadas, como el caso de la Bolsa de Nueva York y NASDAQ en Estados Unidos, la Bolsa de Londres, la Bolsa de Holanda, entre otras³⁵. Las bolsas de valores en el contexto global ya no son el único mercado primario y secundario de valores ni los únicos que ejecutan órdenes, la automatización y el proceso de desintermediación ha provocado la necesidad de reformar la estructura de propiedad y organizacionales de las bolsas de valores, Bolsa y Mercados Españoles (2006).

La desmutualización por lo tanto, es entendida como el proceso que lleva a la disociación del derecho de propiedad de la bolsa del derecho de intermediar en la plataforma. Este proceso puede estar acompañado además por un cambio en los objetivos de las bolsas ya que se transita

³⁵ Rodríguez, V. (2001). Presentación: “Desmutualización de las Bolsas de Valores en Chile”. Madrid, España, 12-16 de noviembre. Recuperado en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/12/VivianneRodriguez1.pdf>

desde organizaciones sin fines de lucro a organizaciones que dependen de inversionistas y cuyo objetivo es el de maximizar utilidades. Aunque esto último no sería una condición necesaria para una estructura no mutual, siendo la característica de la propiedad lo que define si una bolsa está o no mutualizada.

Axel Christensen en *“El reto de modernizar el mercado bursátil: Cinco principios”* enuncia las ventajas de que la bolsa adopte una estructura no mutual, estableciendo que uno de los principales objetivos de dicha estructura es “reducir el control de los intermediarios sobre la posición estratégica y competitiva de la bolsa, como alternativa a financiamiento frente otras opciones (otra bolsa, bancos, capital de riesgo, etc.)”³⁶. Los corredores, en la búsqueda de la maximización de beneficios de la intermediación, pueden entorpecer la capacidad de las bolsas de generar el mayor grado de eficiencia para empresas e inversores, Bolsa y Mercados Españoles (2006). Dentro de las ventajas de la estructura no mutual se encuentra:

i) Mejora el gobierno corporativo: la participación de stakeholders distintos a los corredores otorga mayor sustentabilidad a la bolsa y permite un proceso de toma de decisiones independiente al interés de los mismos. Mandiola & O’hara (2003) sostienen la estructura corporativa de las bolsas de comercio importa ya que usualmente las bolsas dictan estándares de gobierno corporativo sobre las empresas que buscan cotizar en bolsa. Documentado esta la importancia del marco legal y regulatorio, y las estructuras del mercado sobre el costo de capital de las firmas. Así, el cambio en el gobierno corporativo de las bolsas puede tener incidencia en el comportamiento de las empresas que cotizan o que desean hacerlo.

ii) Mayor acceso a capital financiero: aumenta la capacidad de levantar capital financiero como cualquier otra empresa que tiene fines de lucro.

³⁶ Página 18, SVS. (2009).

iii) Acceso a capital humano especializado.

iv) Mayores incentivos a innovar: las plataformas se amplían a usuarios distintos de los corredores. Las bolsas ante las presiones competitivas de otros sistemas, que pueden realizar algunas de las funciones que tradicionalmente han realizado las bolsas, tienen que adoptar los mejores procesos y prácticas que permiten asegurar un nivel de liquidez para atraer a los flujos de órdenes. Por otra parte, la innovación no solo se refiere a la adopción y desarrollo de nuevas tecnologías, sino que también a la creación de nuevas áreas de negocio. Los corredores pasan a ser un cliente más de las bolsas, los cuales pueden estar interesados en seguir ciertas estrategias de negocios. De esta forma las bolsas son entendidas como empresas que generan valor a través de la diversificación de servicios y nuevos modelos de negocio. Un ejemplo de lo anterior es la bolsa de Toronto la cual se especializó en proyectos mineros, desde la fase de exploración hasta la explotación de los minerales. También otorga asesoría legal y financiera a empresas pequeñas que quieran abrirse en bolsa, SVS (2009).

v) Reducción de barreras de entrada a otros corredores: En un esquema mutualista se imponen barreras a la entrada significativas para nuevos corredores, lo que genera riesgos anticompetitivos propios de una estructura verticalmente integrada. Las acciones que permiten ejercer como corredor en la Bolsa de Santiago de Comercio tiene un valor aproximado de 80,000 UF, la cual tiene una disponibilidad o liquidez es muy reducida. De esta forma, la mutualización se constituye como una barrera ineficiente a la entrada. En un esquema no mutualizado, la competencia de un corredor de ejercer como tal dependerá directamente de cumplir con requisitos objetivos que sean establecidos por la legislación y las propias bolsas, como el capital propio, garantías, capacidad de gestión del riesgo, etc., FNE (2015). El establecimiento de

barreras de entrada en función del requerimiento de capital según el tipo de negociación promovería un entorno más competitivo en los servicios de corretaje.

vi) Liberación del derecho de propiedad de los corredores. Las bolsas son sociedades abiertas, la Bolsa de comercio de Santiago tiene 43 acciones emitidas con un último valor publicado de 2,000 millones de pesos. Por su parte, la Bolsa electrónica tiene 41 acciones emitidas a un precio público de 125 millones, mientras que la Valparaíso ha emitido 60 acciones con un valor publicado a 19 millones, FNE (2015). En el caso de la acción de la bolsa de Santiago, su valor excede la garantía requerida para llevar a cabo la intermediación de valores. Resulta inapropiado por lo tanto, para la heterogeneidad de corredores e inversores, que se exija la tenencia de dicha acción para poder ejercer como corredor.

vii) Atracción de nuevos emisores: las bolsas en Chile, a pesar de que cuentan con una gran capitalización, las empresas que están listadas son pocas, y la cantidad de aperturas bursátiles es muy bajo. Durante el periodo transcurrido entre 2005 y 2009, solo se registró la apertura de 10 empresas en bolsa. En promedio son relativamente grandes con respecto a empresas que cotizan en países dentro de la región. Incluso las empresas más pequeñas que cotizan en las bolsas chilenas son empresas grandes, SVS (2009). La diversificación de los servicios y el desarrollo de nuevas áreas de negocios en las bolsas generan la oportunidad de que nuevos actores entren en el mercado bursátil.

viii) Mayor reconocimiento local e internacional.

ix) Mayor capacidad de realizar alianzas internacionales. Luego del proceso de desnaturalización que han experimentado diversas bolsas alrededor del mundo, pareciera que este proceso estaría relacionado con la facilidad de reestructurar las plataformas y generar alianzas, dentro y fuera del

país. La revisión de la estrategia de negocios resulta fundamental para sostener viablemente a las bolsas. Tres opciones configuran la mayoría de los procesos de desmutualización: la integración de mercados nacionales, generar alianzas transnacionales con bolsas de la región o fuera de ésta o fusionarse con otras bolsas, Bolsa y Mercados Españoles (2006).

A pesar de las ventajas enunciadas de transitar hacia estructuras no mutuales, pueden surgir ciertos conflictos asociados con esta nueva estructura. La desmutualización genera una situación que podría poner conflicto al mandato legal establecido a las bolsas (constitución mercados competitivos, transparentes y dinámicos) con el mandato del negocio, cuestionando la función auto-reguladora de la bolsa³⁷. Al establecer las bolsas como organizaciones con fines de lucro, la bolsa en el afán de maximizar utilidades podría reducir los estándares exigidos para las empresas cotizantes para generar mayores beneficios. En este sentido, las bolsas en Chile no tienen influencia en el establecimiento de los requisitos para el listado de las empresas ya que por la legislación vigente las bolsas tienen que aceptar listar a cualquier empresa que se encuentre registrada en el Registro Nacional de Valores. Sin embargo, si tienen incidencia sobre el monitoreo de los emisores para ver si cumplen los requisitos de listado y transacción, la disseminación de precios, especificación de reglas operativas de transacción, supervisión de las negociaciones y la vigilancia y operación de los procesos de compensación y liquidación de las transacciones, de Lefort (2005). Otra consideración en relación a los conflictos de regulación de emisores y sociedades listadas, es cuando los entes regulados sean competidores, accionistas y clientes grandes, o la propia bolsa, SVS (2009).

³⁷ Rodríguez, V. (2001). Presentación: “Desmutualización de las Bolsas de Valores en Chile”. Madrid, España, 12-16 de noviembre. Recuperado en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/12/VivianneRodriguez1.pdf>

La reestructuración de las bolsas requiere la necesidad de replantear no solo las atribuciones auto-regulatorias de las bolsas de valores, sino que también de reorientar las facultades de la Superintendencia y la jurisdicción del marco regulatorio en general del mercado de valores chilenos, potenciando las fortalezas de una estructura no mutual y disminuyendo sus potenciales conflictos, para que así las bolsas enfrenten de la manera adecuada un entorno dinámico y competitivo.

VI. CONCLUSIONES

Las bolsas de valores son el conjunto de reglas, procedimientos y mecanismos de transacción que permiten la negociación de los distintos instrumentos financieros del mercado. Al centralizar las operaciones, las bolsas permiten reducir los costos de búsqueda y de información, fomentando así una correcta formación de precios y una asignación eficiente de los recursos.

En la actualidad operan tres bolsas de valores: la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa Electrónica y la Bolsa de Valparaíso. La primera de estas juega un rol preponderante dentro del mercado de valores en Chile. Esto se ve reflejado en la gran cantidad de corredores que deciden operar en dicha plataforma (33 de 43 corredores que registraron actividad durante diciembre del 2014) y en la concentración de las transacciones ocurren en esta. Durante los últimos años, más del 98% de las transacciones se registraron en la Bolsa de Comercio de Santiago, con una clara tendencia hacia una mayor concentración.

En el contexto de una ley que aboga por un mercado unificado y competitivo, se ha dispuesto de un marco regulatorio que evite la fragmentación del mercado. Sin embargo, las operaciones interbolsas hoy en día resultan prácticamente irrelevantes. Esto, sumado a que los corredores de bolsas más pequeñas están dispuestos a pagar por operar en la bolsa de Santiago, da cuenta de un mercado accionario fragmentado. Consecuencia directa de la fragmentación es la pérdida para inversionistas por la ejecución de órdenes que no fueron calzadas al mejor precio disponible en el mercado. Algunos de estos hechos han sido reconocidos y sancionados por la SVS, Galetovic (2013).

La interconexión del mercado emerge así como una alternativa para generar mayor nivel de competencias en el mercado de valores chileno y evitar posibles abusos de la Bolsa de Comercio de Santiago derivados de su posición dominante en el mercado.

Las principales conclusiones derivadas de la revisión de diversos autores con respecto a la interconexión ser resumen a continuación:

- El mercado accionario de Chile se encuentra fragmentado. Esto debido a que en la actualidad existen diferencias en las cotizaciones de los instrumentos según el centro bursátil en que son transados. La liquidez del mercado, patrimonio de todos los agentes, se encuentra friccionada debido a que los corredores solo pueden acceder a las operaciones que ocurren dentro de la bolsa en la que operan. Esto perjudica a los corredores de las bolsas más pequeñas y favorece a los corredores de la bolsa más grande. De esta forma, la interconexión podría tener efectos en las comisiones ya que los corredores podrían acceder a la liquidez total del mercado. En un mercado integrado un inversionista debiese a elegir al corredor con menor comisión en un mercado integrado. Además, se evita que existan diferencias de cotización de instrumentos por la localización de la operación que pueda dañar a los inversionistas, pudiéndose ejecutar las órdenes al mejor precio disponible.
- Las bolsas se constituyen como redes que presentan externalidades por el lado de la oferta y la demanda. Esto provoca que las operaciones tiendan a centralizarse y que se requiera un nivel mínimo de liquidez para que una bolsa pueda operar. La interconexión permite por lo tanto derivar las barreras de entrada que surgen esta característica del mercado. En un mercado bajo compatibilidad, la competencia puede llevar a la especialización de los centros bursátiles y a la introducción de nuevas plataformas de transacción que promuevan la

competencia y la eficiencia del mercado. La heterogeneidad de los inversionistas también puede ser una oportunidad de diferenciación para las bolsas de valores.

- Bajo incompatibilidad pueden existir equilibrios múltiples y asimétricos. Casualidades históricas o dinámicas propias de la competencia pueden encerrar a las bolsas en un equilibrio que no maximiza el bienestar social. Además, la adopción de innovaciones puede tener un patrón discontinuo. De esta forma puede que la bolsa que tenga una mayor participación de mercado no sea necesariamente la más eficiente. Estos equilibrios son difícil de superar por problemas de coordinación o porque la bolsa más grande, previo a la compatibilidad, es la que enfrenta menores incentivos para conseguir la compatibilidad. De esta forma la autoridad pertinente tiene que perseguir los acuerdos que favorecen al mercado en su totalidad.
- Existen costos asociados a la interconexión remota del mercado. Por un lado se tienen la interconexión propiamente tal la que según Galetovic (2013) tiene un costo que resulta prácticamente despreciable para los volúmenes transados. La interconexión podría dañar los incentivos a competir e innovar al tener acceso total a la liquidez del mercado. Además, podrían surgir problemas de coordinación que lleven a las bolsas de valores a adoptar estándares de operación de menor calidad.

Los costos parecieran ser más que compensados por los beneficios enunciados de la interconexión. Por el lado de la competencia no resultaría dañino si grandes volúmenes se concentran en un centro bursátil puesto que las fuerzas económicas derivadas de las externalidades y economías de escala mencionadas tienden a centralizar las operaciones. La introducción de nuevos actores en el mercado bursátil y la especialización de los centros pueden

resultar muy favorables para la dinámica del mercado e incluso generar una mayor competencia en el mercado. En cuanto a la adopción los estándares, no se puede olvidar que en la actualidad existen otras plataformas, como las interbancarias, que permiten negociar valores y que funcionan independientemente del mercado bursátil. La existencia de estos mercados y la gran cantidad de volúmenes transados en ellos requerirá a las bolsas que adopten los mejores estándares para no perder flujos de órdenes. Claramente, la autoridad tiene el desafío de promover un proceso de consolidación del mercado, velando siempre por mantener la competencia y evitando los abusos de poder de mercado.

REFERENCIAS

- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1996). *A new approach to the regulation of trading across securities markets*. New York University Law Review, Vol. 71, No 6 (Dic., 1996), 1411- 1466.
- Arrau, P. (2001). *El mercado de capitales chileno: Un necesario Big-Bang para el crecimiento*. En H.Beyer y R. Vergara (Eds), *¿Qué hacer ahora? Propuestas para el desarrollo*. Centro de Estudios Públicos, Santiago, Chile, (May., 2001), 334-364.
- Biblioteca del Congreso Nacional, *Historia de la Ley 18045 Ley de Mercado de Valores*. (Sin fecha). Recuperado en: <http://www.leychile.cl/Navegar/scripts/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/44116/2/HL18045.pdf>.
- Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores. (2010). *Características del mercado bursátil en Chile*. Santiago, Mayo de 2010. Recuperado en: http://www.bolsadesantiago.com/SiteAssets/Lists/Are%20de%20Extensin/NewForm/get_file.pdf
- Bolsa y Mercados Españoles. (2006). *Las bolsas de valores se transforman: de la mutualización a la cotización*. Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles, No. 155, (2006), 12-19.
- Cantillon, E. & Yin, P. (2011). *Competition between exchanges: A research agenda*. International Journal of Industrial Organization, Vol. 29, Issue 3, (May., 2011), 329-336.
- Chowdhry, B. & Nanda, V. (1991). *Multimarket trading and market liquidity*. The Review of Financial Studies, Vol. 4, No. 3, RFS/WFA/NYSE Symposium on Market Microstructure, (1991), 483-511.
- D'Acuña, S., Godoy, S., Malandre, N. (2009). *Descripción del funcionamiento del mercado secundario de bonos soberanos locales en Chile*. Estudios Económicos Estadísticos del Banco Central de Chile ISSN 0716 - 2502, No. 72, (Enero, 2009).
- Degryse, H., Van Achter, M. & Wuyts, G. (2006). *Crossing networks: Competition and design*. Competition and Regulation in Network Industries, Volume 1, No. 4, 453-469.
- Demirguc, A. & Levine, R. (1996). *Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview*. The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2, 223-239.
- Demsetz, H. (1968). *The cost of transacting*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 82, No.1 (Feb., 1968), 33-53.
- Di Noia, C. (1998). *Competition and integration among stock exchanges in Europe: Networks effects, implicit mergers and remote acces*. The Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series, 98-03.
- Domowitz, I., Glen, K. & Madhavan, A. (1997). *Market segmentation and stock prices: Evidence from an emergin market*. The Journal of Finance Association, New Orleans, (Jul., 1997), 1059-1085.
- Economides, N. (1996). *The economics of networks*. International journal of Industrial Organization, Vol. 14, No. 2, (Mar., 1996).

- Fiscalía Nacional Económica. (2015). *Solicitud inicio de expediente de recomendación normativa*. Santiago de Chile, 20 de Febrero. Recuperado: http://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2015/02/requ_03_20151.pdf
- Galetovic, A. (2013). *Fragmentacion y libre competencia en el mercado secundario de valores chileno (o por qué integrar a las bolsas)*. Informe económico para la Bolsa electrónica de Chile.
- Gonzalez, M. (2010). *Regulaciones en el mercado de valores: Análisis de instituciones y nuevas tendencias*. Cuadernos de extensión Jurídica (Universidad de los Andes) No. 19.
- Hamilton, J. (1979). *Marketplace Fragmentation, Competition, and the Efficiency of the Stock Exchange*. The Journal of Finance, Vol. 34, No. 1 (Mar., 1979), 171-187.
- Huyghebaert, N. (2007). *Consolidating Stock Exchanges: Is access to a local stock market still needed?*. Federale Overheidsdienst FINANCIEN - BELGIE 67e jaargang, No 2, 91-115.
- Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. (2007). *La titulización de activos en Iberoamérica*. En IIMV, *La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica*. 84-153.
- International Monetary Fund. (2004). *Chile: Financial system stability assessment, including reports on the observance of standards and codes on the following topics: Monetary and financial policy transparency, banking supervision, and securities regulation*. IMF Country Report No. 04/269. (Agosto, 2004).
- Katz, M. & Shapiro, C. (1985). *Network externalities, competition and compatibility*. The American Economic Review, Vol. 75, No. 3 (Jun., 1985), 424-440.
- Katz, M. & Shapiro, C. (1994). *Systems competition and networks effects*. The Journal of Economics Perspectives, Vol. 8, No. 2 (Primavera 1994), 93-115
- Lazen, V. (2005). *El mercado secundario de deuda en Chile*. Serie Documentos de Trabajo No. 5, Superintendencia de Valores y Seguros ISSN 0718- 1736. Santiago, Chile.
- Lazen, V. (2012). *Evolución histórica de la regulación del mercado de valores en Chile*. Revista Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, RIMV No 36/2012.
- Lee, C. (1993). *Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities*. The Journal of Finance, Vol. 48, No. 3, Papers and Proceedings of the Fifty-Third Annual Meeting of the American Finance (jul., 1993), 1009-1038.
- Lefort, F. (2005). *Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chilenos*. Serie Documentos de Trabajo No.7, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Santiago, Chile.
- Levine, R. & Zervos, S. (1996). *Stock market development and long-run growth*. The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2, A Symposium Issue on Stock Markets and Economic Development (May, 1996), 323-339.
- Levine, R. & Zervos, S. (1998). *Stock markets, banks, and economic growth*. American Economic Review, Vol. 88, No 3, 537-558.

- Levine, R., & Zervos, S. (1998). *Stock markets, banks, and economic growth*. American Economic Review, Vol 88, No. 3, 537-558.
- Mendiola, A. & O'Hara, M. (2003). *Taking stock in stock markets: The changing governance of exchanges*. (Agosto 2003). Recuperado en SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=431580
- McInish, T. & Wood, R. (1996). *Industry competition, fragmentation, and market quality*. En A. W. Lo (Ed), *The industrial organization and regulation of the securities*, National Bureau of Economic Research, Publicado por University of Chicago press, 63 – 92.
- Parada, R. (1987). *El mercado de valores en Chile: Análisis teórico y Características*. Editado por Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores. Santiago, Julio 1987.
- Pagano, M., Randl, O. & Zechner, J. (2001). *What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions*. European Economic Review 45, 770-782.
- Pascual, R. (2003). *Liquidez: una revisión a la investigación en microestructura*. Revista de Economía Financiera, 80-126.
- Sandoval, R. (1983). *Recursos financieros de la empresa y mercado de capitales*. En Sandoval, R., *Manual de Derecho Comercial Tomo III* (primera edición). Santiago, Chile.: Editorial Jurídica.
- Stoll, H. (2001). *Market microstructure*. Financial Market Research Center, Working Paper, Nr.01-106.
- Superintendencia Valores y Seguros. (2009). *El reto de modernizar el mercado bursátil: Cinco principios*. Santiago, Chile.: Larrain, P., Morales, M., Christensen, A., Lefort, F. y Galetovic, A.
- Trucco, E. (1989). *Las bolsas de Valores y sus reglamentos*. Santiago, Chile.: Editorial Judicial de Chile, Ediar-Conorsur, 1989.

ANEXO

Las Órdenes de compra y venta

El reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago establece que una orden dada debe señalar al menos³⁸:

- a) Nombre del cliente
- b) Fecha y hora en que se recibe
- c) Tipo de orden (compra o venta)
- d) Cantidad
- e) Precio: el precio puede ser precio de mercado o precio limite. El precio de mercado es entendido como el precio vigente en la rueda al momento de la ejecución y el precio límite especifica un precio máximo aceptable en caso de una orden de compra y un precio mínimo aceptable en caso de una orden de venta³⁹.
- f) Condición de liquidación: esto hace referencia a las condiciones de pago y a los plazos vigentes que se establezcan. Se definen las pagaderas hoy, pagaderas mañana, al contado o normal (segundo día hábil bursátil), a plazo (entre 3 y 180 días hábiles bursátiles)⁴⁰.
- g) Plazo de validez de la orden: se definen tres tipos según la vigencia de la orden, orden para el día, orden a plazo determinado y orden permanente (es válida hasta ser ejecutada).

Durante las negociaciones existe una preferencia de la ejecución según el tipo de precio de la orden. La preferencia está determinada de la siguiente manera⁴¹: (1) Órdenes a precios de mercado, incluyendo órdenes de precio limite cuando quedan dentro del precio de mercado. (2) Órdenes de precio límite, por orden, solo en el caso en el que una sola orden quede dentro del precio de mercado. Si hay más de una orden dentro del precio de mercado prevalece orden cronológico (la que primero ingresa). (3) En caso de igualdad de precio o de varias órdenes a precio de mercado, prevalece el orden cronológico.

³⁸ Artículo 100.

³⁹ Norma de carácter general número 12, Bolsa de Comercio de Santiago.

⁴⁰ Artículo 102.

⁴¹ Artículo 106.

Tabla 2. Horarios de Sistemas de Negociación de la Bolsa de Comercio de Santiago			
Acciones, Monetarios, Futuros, Opciones y Cuotas		Instrumento de Renta Fija e Intermediación Financiera	
Pre Apertura	09:00 a 09:25	Telerenta	09:30 a 16:00
Telepregón	09:30 a 16:00		
Pregón	09:30 a 16:00	Remate	10:00 a 10:10
Remate Martillero	09:15	Electrónico	10:30 a 10:40
	12:30		11:00 a 11:10
	16:30		11:30 a 11:40
Remate electrónico	10:30 a 10:40		12:00 a 12:10
	11:30 a 11:40		12:30 a 13:40
	13:30 a 13:40		13:00 a 13:05
	15:30 a 15:40		13:15 a 13:20
			13:40 a 13:45
			15:50 a 15:55
		Remate Exclusivo	11:10 a 11:20
			12:10 a 12:20
		Remate Holandés	10:45 a 10:55
			11:45 a 11:55

Fuente: Características del Mercado Bursátil en Chile (2010)

Tabla 3. Listado de Corredores Vigentes			
1	BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	24	INTERVALORES CORREDORES DE BOLSA LIMITADA
2	BANCOESTADO S.A. CORREDORES DE BOLSA	25	ITAU BBA CORREDOR DE BOLSA LIMITADA
3	BBVA CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	26	J.P. MORGAN CORREDORES DE BOLSA SPA
4	BCI CORREDOR DE BOLSA S.A.	27	JAIME LARRAIN Y COMPAÑIA CORREDORES DE BOLSA LTDA
5	BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S.A.	28	LAROCHE CAPITAL CORREDORES DE BOLSA SPA
6	BTG PACTUAL CHILE S.A. CORREDORES DE BOLSA	29	LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA
7	CARLOS F. MARIN ORREGO S.A. CORREDORES DE BOLSA	30	MBI, CORREDORES DE BOLSA S.A.
8	CHG CORREDORES DE BOLSA S.A.	31	MERRILL LYNCH CORREDORES DE BOLSA SPA
9	CHILE MARKET S.A. CORREDORES DE BOLSA	32	MOLINA Y SWETT S.A. CORREDORES DE BOLSA
10	CONSORCIO CORREDORES DE BOLSA S.A.	33	MONEDA CORREDORES DE BOLSA LIMITADA
11	CORPBANCA CORREDORES DE BOLSA S.A.	34	MUNITA, CRUZAT Y CLARO S.A. CORREDORES DE BOLSA
12	CORREDORES DE BOLSA SUR S.A.	35	NEGOCIOS Y VALORES S.A., CORREDORES DE BOLSA
13	CRUZ DEL SUR CORREDORA DE BOLSA S.A.	36	PENTA CORREDORES DE BOLSA S.A.
14	DEUTSCHE SECURITIES CORREDORES DE BOLSA SPA	37	PLUSKAPITAL CORREDORES DE BOLSA SPA
15	DUPOL S.A. CORREDORES DE BOLSA	38	RENTA 4 CORREDORES DE BOLSA S.A.
16	ESSEX S.A. CORREDORES DE BOLSA	39	SANTANDER S.A. CORREDORES DE BOLSA
17	ETCHEGARAY S.A. CORREDORES DE BOLSA	40	SCOTIA CORREDORA DE BOLSA CHILE S.A.
18	EUROAMERICA CORREDORES DE BOLSA S.A.	41	TANNER CORREDORES DE BOLSA S.A.
19	FINANZAS Y NEGOCIOS S.A. CORREDORES DE BOLSA	42	UGARTE Y COMPAÑIA CORREDORES DE BOLSA S.A.
20	FOREXCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	43	VALORES SECURITY S.A., CORREDORES DE BOLSA
21	GBM CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	44	VANTRUST CAPITAL CORREDORES DE BOLSA S.A.
22	I.M. TRUST S.A. CORREDORES DE BOLSA	45	YRARRAZAVAL Y COMPAÑIA, CORREDORES DE BOLSA LIMITADA
23	ICB CORREDORES DE BOLSA S.A.		

Fuente: Registro Corredores Vigentes SVS.

Tabla 4. Transacciones Efectuadas por los corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago durante el 2014

<i>Corredores</i>	<i>Enero</i>	<i>Febrero</i>	<i>Marzo</i>	<i>Abril</i>	<i>Mayo</i>	<i>Junio</i>	<i>Julio</i>	<i>Agosto</i>	<i>Septiembre</i>	<i>Octubre</i>	<i>Noviembre</i>	<i>Diciembre</i>	<i>Total</i>
<i>Bice</i>	4,347,497	3,249,101	4,539,885	3,514,424	3,520,822	2,644,698	3,129,345	3,513,446	3,646,969	3,421,902	3,076,744	4,480,330	43,085,164
<i>Banchile</i>	7,862,332	7,347,115	8,710,813	8,474,032	5,460,946	5,944,652	7,325,291	7,236,643	8,896,026	8,071,217	10,496,174	6,435,417	92,260,659
<i>Fit research</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Bbva</i>	7,458,225	6,164,880	8,559,780	7,688,458	9,591,327	8,004,778	7,827,311	8,506,415	8,794,921	9,073,120	7,531,773	8,991,119	98,192,108
<i>Scotia sud americano</i>	1,066,737	1,322,589	1,072,833	1,155,294	1,085,565	1,302,986	954,025	824,575	982,635	1,007,289	610,995	868,218	12,253,741
<i>Valores security</i>	3,017,529	1,794,674	3,873,341	4,009,136	3,242,531	3,578,855	3,606,819	4,516,280	4,386,936	4,283,828	3,659,801	3,386,834	43,356,564
<i>Bci</i>	5,039,171	4,560,287	5,332,489	4,978,058	5,252,046	5,580,452	5,341,838	5,758,477	5,841,676	6,001,436	5,327,865	5,273,428	64,287,224
<i>Santander investment</i>	3,295,742	2,255,202	3,330,049	2,820,510	2,662,548	2,264,569	2,997,580	2,480,457	3,645,813	3,573,257	2,730,956	3,466,648	35,523,331
<i>Larrain vial s.a.</i>	4,608,179	3,168,649	3,559,151	3,793,905	3,970,754	3,489,710	3,757,931	3,551,988	3,704,859	3,822,717	3,657,434	3,644,109	44,729,387
<i>Deutsche securities</i>	350,867	443,057	567,729	779,867	379,181	390,301	387,696	3,110	-	-	-	-	3,301,807
<i>Tanner</i>	571,316	372,423	614,939	507,619	457,762	410,694	493,513	546,268	709,439	500,230	275,428	297,535	5,757,166
<i>Bancoestado</i>	13,540,325	11,572,540	14,154,672	13,627,460	14,186,822	13,348,182	15,462,055	14,556,602	14,790,691	14,540,603	15,489,696	14,617,343	169,886,988
<i>I.M. trust</i>	2,203,737	1,520,748	1,860,707	1,555,964	2,010,324	1,995,285	1,849,251	1,935,833	2,314,846	2,516,460	2,234,876	2,630,402	24,628,434
<i>Molina, Swett y Valdes</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>BTG pactual Chile</i>	1,080,340	755,797	869,058	779,437	731,000	989,185	944,572	923,188	981,751	1,015,329	912,796	1,217,291	11,199,744
<i>Negocios y valores Corp</i>	955,185	847,947	1,157,002	1,140,343	925,909	844,450	967,035	863,570	828,554	1,012,474	1,506,690	1,262,706	12,311,867
<i>Ugarte y cia.</i>	12,489	8,181	12,908	13,358	14,063	13,721	17,804	11,667	12,150	8,568	11,057	8,873	144,839
<i>Finanzas y negocios</i>	143,963	82,440	142,025	264,482	185,014	223,718	209,623	265,773	243,038	214,562	222,827	160,388	2,357,853
<i>Merrill lynch</i>	1,120,448	1,000,089	1,058,984	786,406	982,419	757,326	836,958	1,875,857	1,343,269	1,574,277	1,452,485	1,174,672	13,963,189
<i>Munita y Cruzat</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Cruz del sur</i>	121,272	78,272	130,182	102,784	96,455	77,252	81,922	124,671	51,908	44,920	33,510	39,304	982,452
<i>Etchegaray</i>	2,097	2,470	5,340	780	2,250	925	909	675	884	1,115	3,048	4,036	24,528
<i>Valenzuela lafourcade</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Jaime Larrain y cia.</i>	6,295	2,142	3,424	3,038	3,022	3,229	5,056	5,153	3,394	4,647	8,504	7,590	55,495

Continúa en la página siguiente

Continuación Tabla 4

Corredores	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Total
Lira Sergio Contreras y cia.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yrarrazaval y cia.	230	190	326	285	198	193	357	246	250	745	-	-	3,020
Consortio	1,496,309	1,092,045	1,391,500	1,398,637	1,446,522	1,228,818	1,322,016	1,556,496	1,440,165	1,385,208	1,340,408	1,548,048	16,646,173
Euroamerica	2,347,507	2,179,723	2,780,281	2,559,690	2,593,517	2,308,934	2,766,469	2,957,866	2,915,111	3,902,298	2,649,743	2,737,518	32,698,656
GBM	49,505	20,342	17,404	26,479	20,559	21,830	14,257	11,895	9,148	28,695	11,530	10,665	242,310
MBI	220,266	82,433	134,923	164,639	104,370	101,925	75,753	121,726	426,921	168,619	295,920	235,183	2,132,679
Penta	882,386	647,110	822,189	589,139	765,112	690,921	702,436	796,589	675,629	855,993	571,091	553,722	8,552,316
Itau Chile	374,460	562,435	1,206,143	1,472,088	1,780,630	1,356,596	1,611,992	2,150,232	2,369,236	1,846,167	1,316,229	1,515,952	17,562,161
J.P. Morgan	64,625	46,688	25,560	41,531	29,377	26,518	41,463	21,432	24,901	22,628	25,351	23,280	393,354
Corredores de bolsa Sura	14,257	5,181	15,572	4,911	7,043	4,201	3,425	3,616	6,003	3,788	48,187	10,314	126,498
Total	66,320,758	55,038,562	69,469,022	66,373,233	65,967,923	61,916,910	67,472,050	69,179,789	73,311,956	74,308,733	68,398,017	68,678,500	806,435,453

Fuente: Elaboración a partir de datos de la SVS. Las cifras están expresadas en millones de pesos y representan operaciones realizadas por cuenta propia como de intermediación por cuenta de terceros, dentro y fuera de rueda. Estos montos consideran transacciones en acciones, oro y palta, monetarios, renta fija, intermediación financiera y cuotas de fondo.

Tabla 5. Transacciones efectuadas por los corredores de la Bolsa Electrónica durante el 2014 (<i>en millones de pesos</i>)													
<i>Corredores</i>	<i>Enero</i>	<i>Febrero</i>	<i>Marzo</i>	<i>Abril</i>	<i>Mayo</i>	<i>Junio</i>	<i>Julio</i>	<i>Agosto</i>	<i>Septiembre</i>	<i>Octubre</i>	<i>Noviembre</i>	<i>Diciembre</i>	<i>Total</i>
<i>Banchile</i>	46,968	20,189	33,906	17,072	15,474	27,717	25,908	20,844	24,947	53,758	41,334	37,448	365,566
<i>Bancoestado</i>	1,087	50	97	5,210	41,608	11,058	15	214	16,515	18,046	2	495	94,396
<i>Bbva</i>	10,232	4,670	38,423	7,367	63	-	8,497	2,320	1,209	16,701	11,424	22,512	123,418
<i>Bci</i>	296	1,108	1,650	8,887	1,200	775	1,584	2,678	1,550	3,085	1,590	1,359	25,760
<i>Bice</i>	110,518	207,245	1,428	161,079	52,917	6,156	84,766	22,165	158,521	54,194	-	74,486	933,474
<i>BTG factual Chile</i>	4,529	1,782	3,619	2,117	1,182	9,123	5,043	1,631	2,326	200	2,313	4,830	38,696
<i>Chg</i>	19,474	7,671	14,743	29,629	17,153	18,076	32,070	42,485	20,773	69,422	65,495	73,173	410,165
<i>Chile market</i>	20,552	18,955	23,593	22,085	16,715	13,687	18,820	21,064	24,913	19,376	16,630	29,180	245,571
<i>Consortio</i>	-	-	605	2,502	458	10	5,481	-	616	8,169	-	4,568	22,409
<i>Deutsche securities</i>	94,549	44,280	12,055	55,832	22,569	-	-	-	-	-	-	-	229,285
<i>Euroamerica</i>	14,505	3,307	4,826	9,974	5,137	17,723	3,928	7,171	8,887	11,954	3,457	4,579	95,448
<i>Gbm</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	23	-	-	-	23
<i>Itau bba</i>	7,398	34	16	0	1,532	724	4	-	-	2,519	1,522	-	13,749
<i>Renta 4</i>	34,456	7,995	41,658	65,946	55,218	34,931	22,144	46,987	5,051	84,132	38,865	30,392	467,775
<i>Larrain vial</i>	180,940	216,539	311,049	164,641	167,106	137,227	142,998	118,608	-	126,818	85,864	124,950	1,776,740
<i>Moneda</i>	26,820	18,005	28,589	26,377	24,038	19,733	48,989	32,694	115,577	22,151	52,633	79,184	494,787
<i>Penta</i>	3,428	6,914	8,062	15,674	40,271	7,349	3,186	6,760	32,958	14,185	2,517	3,681	144,985
<i>Santander</i>	6,452	18,702	199,158	60,553	39,324	2,373	2,902	9,663	2,986	522	1,064	436	344,137
<i>Scotia</i>	16,654	19,594	15,449	21,866	10,593	2,955	4,040	8,221	52,860	7,678	4,272	7,132	171,315
<i>Tanner</i>	4,086	1,715	6,508	7,575	5,371	1,145	971	2,794	192	746	319	40	31,462
<i>Valores security</i>	27,099	4,572	8,949	14,026	8,568	15,296	30,101	26,425	3,728	7,090	21,104	5,677	172,634
<i>Vantrust capital</i>	-	-	-	-	28,802	24,140	-	-	21,279	-	87	-	74,309
<i>Forexchile</i>	208	143	355	292	468	406	1,485	667	1,705	59	-	-	5,788
<i>I.M. trust</i>	8,979	22,533	10,736	12,457	20,357	30,108	24,080	34,051	-	5,306	26,919	17,101	212,627
<i>Total</i>	639,231	626,002	765,473	711,160	576,125	380,712	467,013	407,443	496,614	526,111	377,413	521,222	6,494,521

Fuente: Elaboración a partir de datos de la SVS. Operaciones realizadas por cuenta propia como de intermediación por cuenta de terceros, dentro y fuera de rueda.

Tabla 6. Transacciones efectuadas por corredores de La Bolsa de Corredores durante el 2013													
<i>Corredores</i>	<i>Ener o</i>	<i>Febrer o</i>	<i>Marz o</i>	<i>Abril</i>	<i>May o</i>	<i>Juni o</i>	<i>Juli o</i>	<i>Agost o</i>	<i>Septiembr e</i>	<i>Octubr e</i>	<i>Noviembr e</i>	<i>Diciembr e</i>	<i>Total</i>
BCI										4		93	96
Carlos F. Marin Orrego	375	476	441	749	688	111	265	331	74	7	1	137	3,654
Chile market S.A.													-
DUPOL S.A.	851	1,148	1,011	1,200	717	2,086	1,689	5,042	24	336	11	102	14,217
Euroamerica													-
Fit research	41,402	28,533	18,928	24,505	18,224	20,994	37,418	16,530	418				206,951
ICB S.A	62	24	104	84	51	22	21	66	0	13	1	4	451
Intervalores	706	1,760	520	675	658	277	750	500	1,350	75	9	41	7,322
Sergio Contreras y cia.													-
Valenzuela Lafourcade	353	187	120	273	152	126	98	58	1	12	13	0	1,393
CB corredores													-
													-
Total	43,749	32,128	21,124	27,486	20,489	23,616	40,240	22,528	1,866	447	35	376	234,084

Fuente: Elaboración a partir de datos de la SVS. Las cifras están expresadas en millones de pesos y representan operaciones realizadas por cuenta propia como de intermediación por cuenta de terceros, dentro y fuera de rueda. Estos montos consideran transacciones en acciones, oro y palta, monetarios, renta fija, intermediación financiera y cuotas de fondo.

Tabla 7. Montos transados en las bolsas

<i>Montos transados (Cifras en millones de pesos)</i>				
<i>Año</i>	<i>Bolsa de Comercio</i>	<i>Bolsa Electrónica</i>	<i>Bolsa de Corredores</i>	<i>Total</i>
2014	566,527,622	3,364,066	580	569,892,268
2013	534,821,181	6,688,035	117,052	541,626,268
2012	463,089,482	4,222,634	138,380	467,450,497
2011	459,065,357	5,487,773	72,064	464,625,194
2010	394,754,906	5,025,571	134,283	399,914,760
<i>En porcentajes (%)</i>				
<i>Año</i>	<i>Bolsa de Comercio</i>	<i>Bolsa Electrónica</i>	<i>Bolsa de Corredores</i>	<i>Total</i>
2014	99.41	0.59	0.00	100
2013	98.74	1.23	0.02	100
2012	99.07	0.90	0.03	100
2011	98.80	1.18	0.02	100
2010	98.71	1.26	0.03	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SVS. Considera transacciones de acciones, oro y plata, instrumentos monetarios, renta fija, intermediación financiera y cuotas de fondos.

Tabla 8. Montos transados por instrumentos

<i>Transacciones en la Bolsa de Comercio por Instrumento</i> (en millones de pesos)							
Año	Acciones (1)	Oro y Plata (2)	Dólar (3)	Renta fija (4)	Intermediación Financiera (5)	Cuotas Fondos	Total
2014	20,049,516	2,435	143,619,559	124,696,109	277,066,622	1,093,382	566,527,622
2013	23,350,715	3,507	139,375,769	97,297,263	274,273,983	519,944	534,821,181
2012	22,291,824	3,580	111,993,408	82,748,710	245,485,016	566,944	463,089,482
2011	27,260,702	8,581	96,205,070	112,266,719	222,828,127	496,158	459,065,357
2010	27,966,581	1,543	75,407,828	90,569,636	200,233,536	575,782	394,754,906
<i>Transacciones en la Bolsa de Corredores por Instrumento</i> (en millones de pesos)							
Año	Acciones (1)	Oro y plata (2)	Dólar	Renta fija (4)	Intermediación Financiera (5)		Total
2014	580	-	-	-	-		580
2013	116,917	135	-	-	-		117,052
2012	134,113	374	-	3,893	-		138,380
2011	68,713	1	-	3,350	-		72,064
2010	127,069	12	-	7,200	2		134,283
<i>Transacciones en la Bolsa Electrónica por Instrumento</i> (en millones de pesos)							
Año	Acciones (1)	Oro	Dólar	Renta fija (4)	Intermediación Financiera (5)	Cuotas fondos	Total
2014	1,394,319	-	18,162	1,303,814	477,279	170,491	3,364,066
2013	2,650,585	-	4,398	3,344,499	534,743	153,809	6,688,035
2012	2,884,105	-	5,488	865,046	325,207	142,788	4,222,634
2011	4,400,791	-	7,537	750,775	189,203	139,467	5,487,773
2010	4,360,426	-	11,379	408,704	135,319	109,743	5,025,571

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SVS. (1) Incluye transacciones en rueda y remate de acciones inscritas y no inscritas en bolsa (2) Incluye transacciones dentro y fuera de rueda (3) incluye transacciones dentro y fuera de rueda. (4) Se refiere a bonos, letras hipotecarias, pagarés bancarios, pagarés de Tesorería e instrumentos reajustables de largo plazo o del Banco Central transados tanto en rueda como fuera de ella (5) Se refiere a efectos de comercio, depósitos a plazo reajustables, P.D.B.C. Y P.R.B.C., transados tanto en rueda como fuera de ella.