



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

EL RETO DE MODERNIZAR EL MERCADO BURSÁTIL: CINCO PRINCIPIOS

Guillermo Larrain	
El reto de modernizar el mercado bursátil	1
Marco Morales	
Bolsa, Banca, Productividad y Crecimiento.....	8
Axel Christensen	
Desmutualización de bolsas de valores en Chile:.....	15
Fernando Lefort	
Gobierno Corporativo de una Bolsa Desmutualizada	21
Alexander Galetovic	
Desmutualización y fusión de bolsas	27
Guillermo Larrain	
Cinco principios para desarrollar el mercado bursátil.....	35

Director y Representante Legal
Guillermo Larrain Ríos

Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449, Torre II piso 2
Fono: 473 4000, Fax: 473 4101
WWW.svs.cl

Fecha de cierre de información: 06 de mayo de 2009

El presente documento contiene los resúmenes de trabajos Encargados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) a colaboradores externos con amplios conocimientos académicos y experiencia en temas de mercado. Ellos tuvieron plena libertad para abordar sus estudios y, por lo mismo, las opiniones expresadas en sus documentos son de su responsabilidad y no necesariamente representan la opinión de la SVS.

Los trabajos completos serán publicados próximamente en la página web de la SVS (www.svs.cl) en la sección documentos de trabajo, situación que será anunciada oportunamente.

El reto de modernizar el mercado bursátil

Guillermo Larrain¹
Superintendente de Valores y Seguros

Para crecer, las empresas necesitan financiamiento. El canal tradicional normalmente se basa en la reinversión de utilidades, aportes de los socios y el crédito bancario, especialmente en etapas tempranas de su desarrollo. Sin embargo, a medida que las empresas maduran, crecientemente se hace necesario que estas dispongan de mecanismos *complementarios* de financiamiento. El mercado bursátil, en su modelo más básico, ofrece una alternativa interesante: incrementar el capital disponible para financiar el crecimiento invitando a inversionistas a entrar en la propiedad de las empresas.

Promover el desarrollo del mercado bursátil es crítico para el crecimiento de las empresas y de la economía en general. El mercado bursátil permite que las empresas dispongan de más formas de financiamiento, pero fundamentalmente, de otros productos y servicios financieros con características más apropiadas a sus necesidades.

Desarrollar el mercado bursátil representa un objetivo tradicional de un regulador: la necesidad de completar mercados. Mientras más completos los mercados, mientras más amplio el abanico de opciones de financiamiento que enfrenten las empresas, más fácil les resultará desarrollarse y madurar. Esto contribuye no solo al financiamiento de la inversión necesaria para crecer, sino también para el aumento de la productividad, uno de los mayores desafíos que enfrenta la economía de Chile.

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) es el regulador y supervisor del mercado bursátil en Chile. Los actores privados del mercado bursátil incluyen, entre otros, a las bolsas y los corredores.

Tradicionalmente las bolsas en el mundo tenían una estructura mutualista: eran corredores aquellos que tenían participación accionaria en la bolsa. Por ello, las bolsas tampoco tenían fin de lucro y su acción no se transaba públicamente. Esto ha cambiado en los últimos 15 años en los mercados más desarrollados.

Hoy en las principales bolsas del mundo se puede ser corredor sin ser accionista y ellas ya no se conciben a si mismas únicamente como una plataforma transaccional sino como proveedores de servicios para los corredores. Dichos servicios se asocian a estrategias y oportunidades de negocio que, a su vez, se relacionan con las capacidades normativas de la misma bolsa.

Esto ha generado una importante unificación de mercados accionarios y una consolidación de la industria bursátil en el mundo: por ejemplo, las bolsas de Nueva

¹ Economista de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Doctor en Economía de la Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (EHESS) de París.

York, Paris, Ámsterdam, Bruselas y Lisboa son una sola empresa. Han proliferado también las alianzas entre bolsas, como la que se acaba de anunciar entre las bolsas de Lima y Bogotá.

Ante este dinámico panorama bursátil mundial, Chile no puede quedarse atrás. Chile tiene fortalezas en sus mercados financieros que no puede desaprovechar. La crisis internacional provee una *oportunidad* para recuperar competitividad y dinamizar la productividad.

La especificidad de las bolsas y su realidad en Chile

Una Bolsa de Valores no es como cualquier sociedad anónima. Una Bolsa administra un mercado y en virtud de ello, reglamenta la operación de empresas sobre las que no tiene derechos de propiedad, los corredores y el resto de las sociedades anónimas. Tanto por la presencia de accionistas no representados en el directorio (los tradicionales accionistas minoritarios de una sociedad anónima) como porque algunos corredores participan en la dirección de la Bolsa que norma y supervisa a otros corredores, hay conflictos de interés que para ser resueltos adecuadamente requieren de un adecuado gobierno societario.

En el mercado bursátil, las empresas que necesitan invertir pueden procurarse del necesario capital y los inversionistas asignar el ahorro que administran ya sea propio o de terceros. La Bolsa es el lugar común donde convergen y se encuentran los que tienen ideas y necesitan financiamiento con los que tienen recursos y buscan rentabilizarlos. La Bolsa organiza mercados diseñando reglas para que las transacciones de capitales ocurran en las condiciones de mayor transparencia para todas las partes. Si la información pública fuera simétrica, los precios a los cuales se producen estas transacciones debieran reflejar las expectativas de flujos futuros, descontados por riesgo, de los instrumentos transados. Además de transar participaciones en el capital (acciones) las Bolsas pueden organizar mercados donde se transen instrumentos de deuda (bonos), materias primas y diversos tipos de contratos derivados.

Es evidente entonces que el mercado bursátil tiene la potencialidad de contribuir de manera decisiva al proceso de crecimiento del país.

Chile tiene un mercado bursátil que cuenta con varias características importantes:

1. **Es un mercado de gran tamaño relativo.** La capitalización bursátil, es decir, el valor de mercado de las compañías que se transan es muy elevado para los estándares internacionales. A finales de 2008, el valor de las acciones chilenas alcanzaba el 79% del PIB del país, mientras que en TSX de Canadá dicho número llegó a 65% y en Bovespa de Brasil 36%.
2. **Es un mercado que opera con bajos precios.** Desde la creación de la Bolsa Electrónica, los derechos medios en el mercado bursátil han caído de manera significativa. El actual nivel de precios para los servicios de transacción de valores es competitivo a nivel internacional.
3. **Las empresas listadas son en promedio relativamente (muy) grandes.** En 2008, el tamaño promedio de las empresas chilenas medido por su valor de mercado normalizado por el nivel del PIB, es cinco veces más grande que las empresas listadas en Bovespa y 8 veces más grande que las empresas listadas en

Toronto. Respecto de Lima, las empresas listadas en Santiago son prácticamente 2 veces mayores.

4. **Las empresas más pequeñas listadas, son grandes.** Para abrirse a la bolsa en Chile se requiere de tamaños de empresa significativos. En Bolsas como la Toronto, Londres o Paris es posible acceder a capital desde niveles de USD 10 millones e incluso menos. En Chile, la menor apertura desde 2005 alcanzó a USD 18,4 millones. Hay un mercado importante por desarrollar en dicho segmento.
5. **El número de empresas transadas ha disminuido.** La cantidad de empresas listadas en la bolsa, es decir sumando las nuevas que se han incorporado menos las que por alguna razón se han retirado, ha caído de 246 en 2002 a 235 en 2008. En el mismo período en Lima las empresas listadas pasaron de 209 a 257 y en Sao Paulo de 347 a 534.
6. **El número de aperturas bursátiles es muy bajo.** Desde 2005 solo se han abierto 10 empresas a la bolsa, todas de tamaño relativamente grande. En América Latina la actividad de aperturas ha sido, en el mismo período, mucho más alta.
7. **El mercado es poco líquido.** El monto transado con respecto al valor de mercado de las compañías listadas, es muy baja, en torno a 0,2 veces en Santiago mientras que en Sao Paulo esta variable llega a 1,0 y en Toronto a 1,5 veces.
8. **El mercado tiene una cierta segmentación.** A pesar del pequeño tamaño de la economía chilena, coexisten en Chile tres bolsas de valores y una bolsa de productos. Las bolsas de valores transan los mismos activos y no están perfectamente interconectadas. Esto no colabora a la máxima transparencia que, en principio, buscan este tipo de instituciones.

Si bien los dos primeros aspectos tienen connotaciones positivas, el resto debe llamarnos a reflexionar. Nuestro mercado tiene falencias en términos de acceso, liquidez y, en menor medida, de segmentación. El poco dinamismo de los IPO's en Chile y el gran tamaño de las empresas listadas reflejan que el mercado bursátil chileno no está siendo protagonista en favorecer el acceso a financiamiento a empresas no tradicionales y de menor tamaño. Por otro lado, nuestro mercado carece de liquidez suficiente y, como mostraremos más adelante, el principal impacto empírico del mercado bursátil sobre el desarrollo financiero tiene que ver precisamente con la liquidez². En estas dimensiones, la experiencia chilena no es satisfactoria. Y si nuestro modelo falla en aporte a la productividad y acceso al mercado, es crucial que tomemos medidas que permitan corregir esta situación. Y mientras antes, mejor.

Evidentemente, las razones que explican las debilidades señaladas exceden al funcionamiento de las bolsas. A través del tiempo numerosos analistas y profesionales del mercado bursátil han señalado problemas de índole legal, normativo o tributario y, gradualmente, muchos de estos problemas se han ido superando, aunque persisten todavía desafíos en varias dimensiones³.

² Parte del problema de liquidez de nuestro mercado se asocia también con dos elementos de alto impacto: un bajo nivel de "floating" y la presencia importantes de inversionistas institucionales de tipo "buy and hold". En distintos grados, estas características son comunes en América Latina.

³ Agostini y Budnevich (2009) "El mercado de valores chileno: análisis y propuestas en el ámbito tributario", analizan distorsiones tributarias en servicios financieros en un estudio encargado por la Superintendencia de Valores y Seguros.

La regulación es un proceso que involucra a muchas entidades que interactúan, incluyendo tanto empresas reguladas, como las bolsas, pero también a diversas reparticiones públicas entre ellas la SVS. Por lo mismo las fallas detectadas deben llamarnos a todos los responsables de los mercados de valores a hacer un esfuerzo en pro del desarrollo del mercado.

Una propuesta que no requiere reforma legal

El documento que hoy presentamos discute alternativas de desarrollo para el mercado bursátil. Estas alternativas tienen una característica importante: no requieren de nuevas leyes, en particular después de la aplicación de la segunda reforma al mercado de capitales (MK2). Lo que se requiere para implementar un modelo de desarrollo en el sentido que aquí se plantea es fundamentalmente *voluntad y liderazgo*.

La Superintendencia de Valores y Seguros, quiere contribuir a ello desde su perspectiva de regulador del mercado, capaz de internalizar sus potencialidades y en una posición y disposición que ayude a movilizar las voluntades privadas y públicas que posibiliten el cambio.

La crisis abre una oportunidad: recuperar el tiempo perdido

Planteamos este documento en un momento particular, en medio de una importante crisis internacional que ha estado acompañada por alta inestabilidad bursátil. Alguien podría confundir esto con problemas en el funcionamiento de las bolsas propiamente tales. Las caídas en los indicadores bursátiles que hemos apreciado en todo el mundo en los últimos meses, no tienen tanto que ver con las Bolsas mismas como con los títulos que en ellas se transan. Esto es, el problema tiene que ver con los emisores y las condiciones económicas más que con las Bolsas mismas.

La crisis internacional ha tenido su origen en los países que tienen los sistemas financieros más grandes y sofisticados del planeta. Desde ahí, por diversas y complejas vías, la crisis se ha extendido por todo el mundo, incluyendo países que, como Chile, no tenían prácticamente ninguna exposición directa a los denominados instrumentos tóxicos y que tenían fortalezas macroeconómicas, financieras e institucionales. De hecho, Chile es el mejor ejemplo de lo anterior: un país alabado por su manejo macroeconómico, por la prudencia de su regulación financiera y por su liderazgo en el diseño de numerosas políticas públicas.

Chile es un país sólido afectado por un mundo en crisis. Por ello, Chile goza de un privilegio que pocos en nuestros días pueden reconocer: puede seguir pensando en el largo plazo, a pesar de las demandas de la coyuntura. Esto ha permitido que, aun en la mitad de esta tormenta, Chile siga su proceso de acceso a la OCDE y reciba una mejora en la clasificación de riesgo de su deuda soberana.

Desde la perspectiva del mercado bursátil, Chile tiene ahora una oportunidad para recuperar el terreno perdido. A pesar del liderazgo reformador que comentábamos, en el área bursátil a Chile le ha costado seguir el ritmo internacional.

El dinámico y desafiante panorama bursátil mundial

¿Qué ha pasado en el mundo en materia bursátil en los últimos años? En términos generales, las bolsas han vivido un doble proceso de desmutualización y de cambio fundamental en su lógica de funcionamiento.

Como se menciona al inicio de este documento, *desmutualización* significa que para poder transar en la bolsa no se requiere ser accionista: lo que importa es cumplir los requisitos regulatorios. Las bolsas se han democratizado: el mundo ha evolucionado desde un modelo donde lo que determina las oportunidades es la propiedad (de la acción de la bolsa en este caso) a un modelo donde lo que determina las oportunidades es más bien el mérito (cierto capital, idoneidad, curriculum,... pero no propiedad).

Por otro lado, las bolsas ahora se consideran empresas generadoras de valor, más que puras plataformas transaccionales. Esto implica adoptar estrategias sistemáticas diseñadas para generar valor, como ocurre habitualmente en el sector corporativo.

Esta generación de valor puede tener varias dimensiones.

- Desarrollo de modelos de negocios y provisión de servicios acorde con ella. Por ejemplo, la bolsa de Toronto se especializó en proyectos mineros, desde su período de exploración hasta su explotación comercial. Para ello creó una bolsa junior donde recibe los proyectos en su fase de exploración y les provee servicios especializados. Luego acompaña a los proyectos que tienen éxito hasta que pasan a la bolsa principal. Una estrategia similar está adoptando la Bolsa de Lima. Otros países han adoptado otras opciones. En Brasil, BOVESPA creó un exitoso segmento para empresas que cumplieran con estándares de gobierno corporativo superiores a los prevaecientes en Brasil antes de ello. Todo esto ha generado negocios a las Bolsas, pero sobre todo crecimiento a sus países.
- Organización corporativa. Varias bolsas a nivel mundial se han fusionado con otras bolsas y/o empresas dentro de la cadena de valor. Esto les permite no solo aprovechar economías de escala y de ámbito sino además aglomerar liquidez y proveer numerosos servicios anexos. Entre las fusiones se encuentran la Bolsa de Londres y Milán en el Grupo Bolsa de Londres, la de Nueva York, Paris, Ámsterdam, Bruselas y Lisboa en NYSE Euronext, BOVESPA y BM&F en Brasil, las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao en el Grupo Bolsa y Mercados Españoles, etc.

Frente a estos muchos cambios acaecidos en los últimos años en el mundo, en Chile las cosas han cambiado poco. Desde hace más de 20 años en Chile hay tres Bolsas de Valores y solo recientemente, luego de un muy largo proceso, se creó la Bolsa de Productos. Más allá de los importantes estándares de seguridad con que operan los mercados en Chile y que ya comentábamos, desde la creación de la Bolsa Electrónica de Chile, el mercado se caracteriza por los relativamente bajos costos de transacción.

Las bolsas hoy administran, bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros, mercados que brindan crecientes niveles seguridad y transparencia a sus participantes. Sin embargo, parece claro que es necesario imprimirle un nuevo ímpetu.

El camino seguido por este documento

Este documento tiene por finalidad poner sobre la mesa alternativas para dinamizar el mercado bursátil y maximizar el aporte que este importante sector puede proveer al crecimiento económico. El proceso para llegar a este documento ha sido largo.

En 2008, primero la SVS organizó, junto con ICARE, un seminario sobre desarrollo del mercado bursátil donde se discutió una serie de temas. Tuvimos presentaciones de varias de las bolsas antes señaladas: Bovespa de Brasil, TSX de Canadá y NYSE Euronext de Estados Unidos y Francia.

Posteriormente, la SVS coordinó un “viaje de estudio” en una misión financiera con agentes del mercado local para conocer *in situ* la realidad del mercado brasileño. En particular, el grupo se interiorizó del funcionamiento de Bovespa, de la Asociación Nacional de Bancos de Inversión de Brasil y de la industria de administración de fondos.

Por último, a finales de 2008, la SVS encargó estudios a distinguidos economistas y expertos bursátiles para pedirles su opinión sobre tres temas importantes: el modelo de negocios, el gobierno corporativo y los requisitos para una eventual fusión de las bolsas en Chile.

El presente documento contiene un resumen de tres estudios; la integralidad será dada a conocer en breve. En su artículo, Axel Christensen analiza la evolución de los modelos de negocios de las bolsas con énfasis en la desmutualización. Fernando Lefort se refiere al gobierno societario de la institución bursátil, organización con características únicas. Finalmente, Alexander Galetovic analiza la organización industrial de las bolsas en particular los elementos a considerar en caso de una fusión.

Además, Marco Morales, Jefe del Área de Estudios y Desarrollo de Mercados de la Superintendencia de Valores y Seguros, discute el rol del mercado bursátil en el desarrollo financiero. En particular, se refiere a la complementariedad entre los servicios bancarios y bursátiles y su impacto sobre el crecimiento de la productividad.

Finalmente, se presenta una propuesta de “rayado de cancha” para la discusión de la modernización de las bolsas en Chile. Dicho marco se basa en cinco principios que debieran guiar la discusión sobre cómo modernizar el sector en los próximos años.

ANEXO: TABLAS

Bolsa	CAPITALIZACIÓN DE MERCADO (%GDP)		
	2002	2007	2008
Lima SE	20%	64%	45%
Santiago SE	74%	130%	79%
Sao Paulo SE	24%	104%	36%
TSX Group	78%	153%	65%

Fuente: World Federation of Exchanges

Bolsas de Valores de cada país: montos año 2008 y número de empresas listadas.

Bolsa	LIQUIDEZ		
	2002	2007	2008
Lima SE	0.1	0.2	0.1
Santiago SE	0.1	0.2	0.2
Sao Paulo SE	0.4	0.4	1.0
TSX Group	0.7	0.7	1.5

Fuente: World Federation of Exchanges

Bolsas de Valores de cada país: montos año 2008 y número de empresas listadas.

Bolsa	COMPAÑÍAS LISTADAS		
	2002	2007	2008
Lima SE	209	240	257
Santiago SE	246	241	235
Sao Paulo SE	347	447	534
TSX Group	-	1,613	1,570

Fuente: World Federation of Exchanges

Bolsas de Valores de cada país: montos año 2008 y número de empresas listadas.

Bolsa, Banca, Productividad y Crecimiento

Marco Morales⁴

Jefe de la División de Estudios y Desarrollo de Mercado de la SVS

Introducción

El objetivo del presente capítulo es destacar la importancia del desarrollo del sector financiero (bancario y bursátil) para incrementar la productividad y el crecimiento económico del país.

Como veremos más adelante la productividad total de factores ha sido el principal motor en los períodos de rápido crecimiento en Chile, por lo que las políticas estructurales tendientes a desarrollar y dinamizar los mercados financieros que a su vez impulsen incrementos de productividad, son fundamentales para alcanzar los objetivos de crecimiento económico del país.

Entre los elementos básicos de las políticas financieras que fomenten una mayor productividad en la economía, está la complementariedad de los servicios bancarios y bursátiles, así como el desarrollo de un marco institucional adecuado que permita la expansión y dinamismo de los mercados financieros.

Fuentes de Crecimiento Económico: Relevancia de la Productividad

La descomposición empírica de las principales fuentes de crecimiento tradicionalmente separa entre acumulación de factores de producción, tales como capital y trabajo, y aumentos en la productividad total de dichos factores. Si bien este último componente explica una significativa proporción de países que han transitado hacia la categoría de desarrollados o de altos ingresos, es un concepto para el cual no hay hasta ahora modelos económicos de amplia aceptación y -más aun- el estudio de los determinantes de su evolución es materia de interés reciente en el análisis de las políticas tendientes a acelerar la tasa de crecimiento y aumentar el nivel de ingreso de la economía.

Diversos estudios empíricos documentan que las diferencias en productividad pueden explicar parte importante de las diferencias de ingreso per-capita entre países. Esto no significa que la acumulación de capital y trabajo (capital humano en términos más amplios) no sea relevante para el crecimiento, sino que las diferencias de productividad ayudan a entender porque un país crece más que otro cuando el nivel de sus insumos productivos no muestra diferencias capaces de explicar la brecha.

Además de la implementación de adecuadas políticas macroeconómicas –fiscales y monetarias- (Calderón y Fuentes (2005), Fuentes et al. (2006) y Loayza et al. (2004)),

⁴ Ingeniero Comercial en Economía, Universidad de Santiago de Chile. Ph.D. en Economía, Boston University

de apertura al comercio exterior (Pardo y Meller (2002) y Chumacero et al. (2004)), la política financiera –reflejada en eficientes mercados de capitales y bancario- es un factor importante en el aumento de la productividad de la economía y, por consiguiente, un determinante de mayores tasas de crecimiento para el país.

Productividad en Chile

La evidencia empírica sobre la descomposición de las fuentes de crecimiento en Chile (Tabla 1), muestran que la productividad ha sido la principal responsable de los períodos de crecimiento acelerado del país. Sin perjuicio de lo anterior, al comparar el período 1998-2005 con los primeros años de los 90s, se observa que el crecimiento de la productividad total de factores ha caído a la mitad.

A su vez, las bajas tasas de crecimiento observadas hasta la década de los 80s, están asociadas a un muy bajo aporte de la productividad en relación a la acumulación de los factores capital y trabajo.

Tabla 1: Fuentes de Crecimiento

	Crecimiento PIB	Aporte Capital	Aporte Trabajo	Aporte Productividad
1963-2005	3.87%	1.47%	1.53%	0.86%
1963-1973	3.07%	1.46%	1.36%	0.25%
1974-1989	2.90%	0.92%	2.49%	-0.51%
1990-2005	5.39%	2.04%	0.70%	2.66%
1990-1997	7.35%	2.12%	1.69%	3.54%
1998-2005	3.43%	1.95%	-0.28%	1.77%

Fuente: Fuentes y Morales (2007)

Beyer y Vergara (2002) argumentan que la fuerte expansión de la productividad observada durante los “años dorados” del crecimiento en Chile (1985-1997), se explica por los efectos de las reformas implementadas en la década de los 80s y los primeros años de los 90s. De acuerdo a estos autores, lo que el país necesita para recuperar las tasas de crecimiento exhibidas durante esos años (promedio de 7.6% anual) es una nueva ola de reformas, principalmente de tipo microeconómicas o institucionales que permitan una utilización más eficiente de los recursos disponibles.

Funciones del Sistema Financiero

La profundidad, liquidez y sofisticación del sistema financiero además de contribuir a una mayor acumulación de capital físico (incentivando a un mayor nivel de ahorro) y capital humano (permitiendo acceder a financiamiento para la educación, con el apoyo de políticas públicas que ofrezcan las garantías necesarias), tiene un efecto significativo sobre la eficiencia en la asignación de recursos, creación de nuevas formas de producción e innovación tecnológica que explican su efecto positivo sobre el crecimiento económico.

Las funciones que cumple el sistema financiero -desde el punto de vista de su aporte a los aumentos de productividad- tienen que ver con la producción de información relevante para una mejor asignación de recursos, incentivos al monitoreo y

mejoramiento de los gobiernos corporativos de las empresas, permite la diversificación y cobertura de riesgos, además de financiar la investigación y desarrollo de innovaciones tecnológicas, así como la creación de nuevos procesos de gestión en las empresas.

A pesar de que todos los sistemas financieros entregan servicios e incentivos similares a los mencionados más arriba, puede haber grandes diferencias en la calidad de los mismos, explicando esto las brechas en productividad observadas en los distintos países.

En términos de los servicios específicos, probablemente el más directo es la reducción de costos de adquirir la información y evaluar el riesgo de los demandantes de financiamiento que ofrecen los intermediarios financieros, mejorando la asignación del ahorro. Además de identificar las mejores alternativas de inversión de los recursos de los ahorrantes, dicho servicio puede impulsar la innovación tecnológica al financiar a aquellos emprendedores con mayores probabilidades de éxito en el desarrollo de nuevos productos y procesos productivos.

Otro aspecto importante de la existencia de mercados financieros desarrollados puede ser el mejoramiento en los gobiernos corporativos de las empresas y su efecto sobre la eficiencia en la producción. En la medida que los accionistas y acreedores monitorean e inducen a los gerentes a maximizar el valor económico de las firmas, esto aumenta la eficiencia en la asignación de los recursos y hace a los ahorrantes estar dispuestos a financiar nuevos proyectos productivos. En este contexto, los inversionistas institucionales –tales como AFPs, Compañías de Seguros, Fondos Mutuos, etc.- pueden jugar un rol importante en términos de monitoreo y mejoramiento de los gobiernos corporativos de las empresas en que invierten, particularmente en mercados en que los accionistas minoritarios no pueden asumir los costos que esto involucra para ellos.

La diversificación de riesgos es un elemento fundamental en mercados con inversionistas (ahorrantes) adversos al riesgo. Por ejemplo, la posibilidad de mantener carteras diversificadas de proyectos reduce el riesgo y promueve la inversión en nuevas actividades con importante potencial de aumentos de productividad. De esta forma, sistemas financieros que permiten una mejor diversificación de riesgo pueden acelerar el crecimiento económico a través de una mayor inversión productiva y creación de nuevas industrias.

Por su parte, mercados bursátiles más líquidos facilitan a los ahorrantes el vender sus acciones -a bajo costo- en caso de enfrentar un shock personal negativo, permitiendo que los proyectos de alta rentabilidad sigan siendo financiados por los nuevos accionistas. De esta forma, la liquidez provista por un mercado bursátil desarrollado permite una tasa de crecimiento acelerada al facilitar el financiamiento de proyectos de alta productividad, que en otro caso -al no tener alternativas de “salida” para los inversionistas iniciales- enfrentarían escasez de fuentes de financiamiento para su implementación y desarrollo.

Complementariedad entre Mercado Bancario y Mercado Bursátil

De acuerdo a la evidencia empírica internacional, los servicios financieros ofrecidos por bancos y otros intermediarios no bancarios se complementan –en lugar de sustituirse- en su contribución al incremento de la productividad de la economía.

Por ejemplo, los resultados obtenidos por Levine & Zervos (1998) –luego confirmados por Beck & Levine (2002, 2004)- sugieren que los servicios financieros prestados por bancos y mercados bursátiles son diferentes, aportando ambos –en forma independiente- al crecimiento de la economía. En particular estos autores encuentran que el efecto individual de cada mercado es significativo en términos estadísticos y económicos. Por ejemplo, para una muestra de 47 países entre 1976 y 1993 un incremento en el Turnover inicial en 0.3 (con un valor promedio de 0.3 veces) implica un incremento en la tasa de crecimiento de la productividad de 0.6 puntos porcentuales al año, lo que corresponde a una productividad 11% superior en el periodo completo. De la misma forma, un aumento del Crédito Bancario inicial sobre el PIB en 0.5 (con una media de 0.8) implica un aumento en la tasa de crecimiento de la productividad de 0.55 puntos porcentuales por año o una productividad 10% mayor al final del período. Un elemento interesante de sus conclusiones es el hecho de que sea la liquidez del mercado bursátil, en lugar de la profundidad, la que aporta al crecimiento del producto. Es decir, no basta con tener más empresas listadas, sino cuanto se transan su acciones en el mercado.

La complementariedad mencionada puede ejemplificarse al considerar tanto el uso del mercado bancario como accionario dentro de una estrategia de financiamiento óptima para el crecimiento de las empresas. Una vez alcanzado un nivel de endeudamiento determinado –tradicionalmente bancario, que gradualmente puede darse a través de bonos en el mercado bursátil- las empresas necesitan nuevos aportes de capital para continuar creciendo con una razón deuda-capital óptima. De esta forma, el acceder a capital fresco proveniente de nuevos accionistas, evita que el controlador se exponga a mayores riesgos por tener una cartera de inversiones poco diversificada, permitiendo el desarrollo de nuevos proyectos productivos en las distintas industrias en las que participa.

Por otra parte, muchas veces nuevas empresas pueden no contar con suficientes colaterales para acceder al financiamiento bancario, mientras si pueden obtener recursos a través de Fondos de Inversión o de Capital de Riesgo que pueden operar en los mercados bursátiles.

Servicios Financieros en Chile y el Exterior

Si observamos los indicadores de los principales mercados en la Tabla 2, podemos ver que el tamaño del mercado bancario y bursátil de Chile se compara muy favorablemente con el resto de los países de América Latina, mientras se comporta en forma similar a algunos países europeos. Sin perjuicio de lo anterior, nuestros mercados aun tienen un amplio margen de crecimiento para alcanzar los niveles de mercados más desarrollados.

Por su parte, la liquidez del mercado bursátil y el tamaño del mercado de bonos corporativos presentan cifras que evidencian un amplio potencial de desarrollo para nuestro país.

Tabla 2: Tamaño y Liquidez de los Mercados

	Crédito Privado / PIB	Capitalización de Mercado Accionario / PIB	Turnover	Bonos Privados/PIB
América Latina	32	43	14	8
Argentina	12	62	6	10
Brasil	33	36	32	10
Chile	75	86	10	19
México	18	18	21	3
Colombia	23	15	3	0
Estados Unidos	174	118	121	113
Europa	100	53	123	38
Italia	83	37	121	44
Francia	88	67	85	42
Alemania	117	37	129	43
España	111	71	157	24
Asia	98	72	91	37
Japón	105	60	87	44
Corea	120	48	235	50
Malasia	132	141	34	53
Filipinas	35	40	9	0

Fuente: Betancour et al. (2006) y cálculos propios de promedios para países en la muestra.

Las cifras del cuadro anterior corroboran la complementariedad entre los mercados bancarios y bursátiles, toda vez que los países más desarrollados financieramente presentan un elevado tamaño del sector bancario y alta liquidez en los mercados accionarios. Más aun, los indicadores de EE.UU. muestran -en conjunto- altos niveles en todos sus indicadores, demostrando que es posible el desarrollo paralelo de los distintos servicios financieros en un mismo país.

Aspectos Institucionales

Todas las consideraciones anteriores sobre el desarrollo financiero y su efecto sobre la productividad y el crecimiento económico, no pueden darse si no es bajo un marco de desarrollo institucional adecuado (leyes, normas, instituciones supervisoras, autorregulación, etc.), que permitan la existencia y expansión de los mercados.

La Porta et al. (1999) argumentan que la existencia de un marco legal y regulatorio apropiado, que asegure los derechos de accionistas y acreedores, es fundamental para que se ofrezcan servicios financieros que impulsen el crecimiento económico. Para que lo anterior suceda, es requisito indispensable que las leyes y normas sean respetadas y cumplidas por los agentes de mercado. Sin este marco institucional mínimo, el desarrollo financiero no tiene el dinamismo necesario para ser un motor del crecimiento económico.

Concordante con lo anterior, Corbo et al. (2005) propone que la calidad de las instituciones (eficacia del gobierno, calidad de la fiscalización, imperio de la ley, control

de la corrupción, etc.) explican la mitad de la diferencia entre el crecimiento de Chile y América Latina durante el período 1960-2000.

Conclusiones

La teoría económica y la evidencia empírica internacional respaldan la idea de que el desarrollo de los mercados financieros aporta significativamente a incrementar la productividad y por consiguiente el crecimiento económico.

Los servicios financieros prestados tanto por los mercados bancarios como bursátiles son complementarios, más que sustitutos, de acuerdo a la evidencia empírica internacional. Dicha complementariedad responde a que cada mercado puede aportar distintos servicios que ayudan a completar las funciones financieras que aportan al aumento de la productividad, además de generar servicios de mayor calidad producto de la sana competencia entre ellos.

De acuerdo a los conceptos analizados, las políticas que apunten a la profundización y perfeccionamiento de los mercados y servicios financieros, así como a la mantención de un marco institucional adecuado, llevaran a una aceleración de la productividad y por consiguiente a mayores tasas de crecimiento para nuestra economía.



Referencias

- Beck, T., R. Levine, and N. Loayza (2000). "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 261-300
- Beck, T. and R. Levine (2002). "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?" *Journal of Financial Economics* 64: 147-180.
- Beck, T. and R. Levine (2004). "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence" *Journal of Banking & Finance* 28(3): 423-442.
- Betancour C., J. De Gregorio and A. Jara (2006) "Improving the Banking System: The Chilean Experience" *Documentos de Política Económica* N° 16, Banco Central de Chile.
- Beyer, H. and R. Vergara (2002). "Productivity and Economic Growth: The Case of Chile", in *Economic Growth: Sources, Trends, and Cycles*, Norman Loayza and Raimundo Soto, eds. Central Bank of Chile.
- Calderón, C. y R. Fuentes (2005). "¿Cuánto Explican las Reformas y la Calidad de las Instituciones el Crecimiento Chileno? Una Comparación Internacional", Documento de Trabajo N° 314, Banco Central de Chile.
- Chumacero, R., R. Fuentes and K. Schmidt-Hebbel (2004). "Chile's Free Trade Agreements: How Big is the Deal?", Documento de Trabajo N° 264, Banco Central de Chile.
- Corbo, V., L. Hernandez and F. Parro (2005) "Institutions, Economic Policies and Growth: Lessons from the Chilean Experience", Documento de Trabajo N° 317, Banco Central de Chile.
- Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (2008). "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth", Policy Research Working Paper 4469, The World Bank.
- Fuentes, R., M. Larraín and K. Schmidt-Hebbel (2006). "Sources of Growth and Behavior of TFP in Chile", *Cuadernos de Economía* 41:5-48.
- Fuentes, R. and M. Morales (2007), "Measuring TFP: A Latent Variable Approach", Documento de Trabajo N° 419, Banco Central de Chile.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998). "Law and Finance" *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-1155.
- Levine, R. (2000), "Son Mejores Los Sistemas Financieros Basados en el Sistem Bancario o Los Basados en el Mercado Bursatil." *Economía Chilena*, 3(1): 25-56.
- Levine, R. and S. Zervos (1998). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." *American Economic Review* 88(3): 537-58.
- Loayza, N., P. Fajnzylber and C. Calderón (2004). "Economic Growth in Latin America and The Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts", Documento de Trabajo N° 265, Banco Central de Chile.
- Pardo, A. y P. Meller (2002). "El Rol de las Exportaciones en el Crecimiento Económico Regional", Documento de Trabajo N° 143, CEA-Universidad de Chile.

Desmutualización de bolsas de valores en Chile: Conclusiones a partir de la experiencia internacional

Axel Christensen⁵

Consultor de Barclays en Chile. Presidente consejo consultivo Ministerio de Hacienda

Introducción

A partir de comienzos de los 1990s, las bolsas de valores de distintos países comenzaron un activo período caracterizado por cambios en sus estructuras societarias y gobiernos corporativos, en su organización industrial, así como en la manera de operar.

Uno de los cambios más significativos ha sido la *desmutualización*, es decir, el proceso de pasar de organizaciones sin fines de lucro, cuya propiedad estaba en manos de sus miembros (corredores de bolsa), a organizaciones en manos de inversionistas, con el objetivo de maximizar utilidades. A pesar de que la definición anterior es la más común en la literatura, es interesante precisar que algunos autores establecen que su esencia no radica necesariamente en tener o no fines de lucro, sino en la separación clara entre miembro y accionista, permitiendo a un no-miembro tener propiedad en la bolsa. Ello en un contexto general de que las bolsas constituyen bienes públicos, de un rol esencial en el desarrollo de los mercados y economías, por lo que requieren de una atención especial por parte de los organismos reguladores.

Más allá del cambio de estructura societaria, la desmutualización es vista por muchos académicos, reguladores y actores de mercado como un proceso que busca lograr un equilibrio entre distintos *stakeholders* en la estructura corporativa y de gobierno de una bolsa de valores. La desmutualización, a su juicio, proporciona a las bolsas un objetivo claro -maximizar utilidades-, además de acceso a capital financiero y humano para desarrollar su negocio.

Una variante de esta visión establece como central para el objetivo de desmutualización su capacidad de reducir el control de los intermediarios sobre la posición competitiva y estratégica de la bolsa, como alternativa de financiamiento frente a otras opciones (otra bolsa, bancos, capital de riesgo, etc.). Sólo la separación de las funciones de corredor y accionista de bolsa permite a esta última maximizar los niveles de eficiencia que se generan al reducir costos de transacción a inversionistas y de costo de capital a emisores, justamente las fuentes de renta de los corredores. Esto último es de importancia para identificar *la razón central de por qué las bolsas han iniciado procesos de desmutualización: la contestabilidad de una determinada bolsa como fuente de financiamiento por parte de otros actores, sea otra bolsa u otras fuentes*. Como buena parte de la innovación financiera, el catalizador ha sido el aumento de competencia.

⁵ Ingeniero Civil de Industrias, Pontificia Universidad Católica de Chile. MBA, Universidad de Stanford

Ventajas de la Desmutualización

Las bolsas que han llevado a cabo el proceso de desmutualización, así como los reguladores que los han impulsado, han identificado lo siguiente:

1. Mejor Estructura de Gobierno Corporativo

La desmutualización reestructura el gobierno corporativo de las bolsas de valores a una situación sustentable, al separar los derechos de propiedad y de transacción, lo que posibilita la participación en éstas de stakeholders, que no son corredores de bolsa propiamente tales. Esto además permite que el proceso de toma de decisiones por parte de la administración sea independiente de los intereses de los corredores.

Por otra parte, se deberá cumplir con los estándares de transparencia que requieren estructuras societarias donde existe una base de inversionistas de diversa naturaleza, al obligar a explicitar los conflictos de interés que puedan surgir entre la bolsa y sus corredores.

2. Acceso a Capital Financiero

Una bolsa de valores desmutualizada es capaz de levantar capital desde diversas fuentes, como cualquier organización con fines de lucro. Una importante fuente de capital serán nuevos accionistas, ya sean individuos o instituciones, distintos a los accionistas–corredores de una bolsa mutual. Esta facilidad es cada vez más relevante ante el aumento de inversión en infraestructura tecnológica necesaria para aumentar el acceso al mercado.

3. Acceso a Capital Humano

Con las mejoras de gobierno corporativo y acceso a capital financiero, se facilita a las bolsas de valores la atracción de profesionales de alta calificación y competencia profesional. Además, la estructura societaria desmutualizada otorgará la posibilidad de poder contar con programas de acciones y/o opciones para retener a las personas más relevantes.

4. Fines de Lucro aumenta incentivos para crecer

Debido a la creciente presión competitiva sobre las bolsas de valores para crecer y desarrollar nuevos negocios, un objetivo claro de maximización de utilidades sirve como incentivo para aumentar la liquidez de mercado e introducir nuevos productos. Una bolsa de valores desmutualizada no sólo prestará servicios a sus corredores, sino que ofrecerá una plataforma más amplia de productos y servicios a una base de clientes mayor. También potenciará la diversificación de las fuentes de ingreso, ya sea desarrollando sistemas de información o integrando otras actividades relacionadas al funcionamiento de los mercados de valores, como depósito central de valores o cámara de compensación.

5. Reducción de barreras de entrada a nuevos corredores

En una bolsa desmutualizada, los derechos de transacción son otorgados sobre la base del cumplimiento de condiciones directamente relacionadas a su actividad, y no en base a la propiedad. Luego, no existen límites al número máximo de derechos de transacción, siendo éstos además no transferibles y otorgados por la bolsa. De esta manera, mediante la adquisición de estos derechos, pueden incorporarse nuevas instituciones al mercado en base a estándares objetivos, como adecuación de capital o capacidad de gestión de riesgo, lo que crea un entorno más competitivo de intermediación que favorece el desarrollo de nuevos productos y mercados.

6. Liberación de valor de derecho de propiedad de los corredores

La desmutualización separa los derechos de transacción de los derechos de propiedad, lo que permite a los corredores mantener sus derechos de transacción, dejándolos en libertad para mantener o vender las acciones de una bolsa de valores desmutualizada. Esto no es posible de lograr en una bolsa de estructura mutua, debido a que ambos derechos son inseparables.

7. Mayor capacidad para atraer nuevos emisores

La capacidad de levantar capital y atraer talento profesional, así como de desarrollar un amplio rango de productos, permite que las bolsas desmutualizadas se encuentren en mejores condiciones para captar a nuevos emisores y facilitar la formación de capital.

8. Reconocimiento local e internacional

La mayor transparencia y atractivo de una bolsa desmutualizada aumenta su reconocimiento como fuente de financiamiento de emisores y mercados para intermediarios e inversionistas finales, ya sea a nivel local como internacional.

9. Mejor capacidad para desarrollar alianzas internacionales

A través del intercambio de acciones se pueden establecer asociaciones y alianzas entre bolsas de valores desmutualizadas. Estas alianzas proporcionan una oportunidad de inversión para sus accionistas así como para inversionistas interesados en los nuevos mercados que se crean.

Conclusiones

La desmutualización es una consecuencia directa y natural del proceso de evolución de los mercados financieros, con la automatización de transacciones que se inicia en la década de los 80s y culmina en los 1990s. La incorporación de tecnologías de información ha cambiado significativamente las características que definían hasta entonces a los centros financieros, pues ha permitido generar espacios virtuales de transacción y, por otra parte, la automatización ha permitido ampliar exponencialmente el acceso simultáneo de intermediarios (e incluso inversionistas finales) al mercado.

Sin embargo, lo anterior no ha sido una condición suficiente para generar el proceso de desmutualización. El verdadero motor ha sido el cambio de objetivo de las bolsas por uno con fines de lucro, con incentivos para generar innovaciones que se traduzcan en mayor rentabilidad para los accionistas, ahora separados de los miembros. Uno de los catalizadores de este cambio ha sido, para los mercados desarrollados, el aumento de la competencia generada por la unificación de los mercados financieros, donde el rol del regulador fue de facilitador del proceso.

En el caso de los países emergentes, en varias instancias el proceso de desmutualización ha sido el resultado de la iniciativa de gobiernos y/o reguladores, particularmente en Asia. En el caso de América Latina, ha sido crucial el atractivo monetario para los miembros de las bolsas al rentabilizar el valor económico de su condición de accionistas, especialmente al estar ligados con procesos de apertura de propiedad de las mismas bolsas de valores (Bovespa, México).

Entre las ventajas que presenta la desmutualización, la separación entre miembros y accionistas genera una mejor estructura de gobierno corporativo, que permite un proceso de toma de decisiones por parte de la administración independiente de los intereses de los corredores. Asimismo, permite una mayor transparencia, pues la

inclusión de accionistas no-corredores obliga a hacer explícitos y resueltos los eventuales conflictos de interés entre la bolsa y sus corredores. Adicionalmente, la apertura de la propiedad de las bolsas permite un mejor acceso a capital, tanto financiero como humano, y facilita el desarrollo de alianzas con otras bolsas. Finalmente, los fines de lucro aumentan los incentivos de las bolsas de crecer y buscar la innovación en productos financieros.

Junto al proceso de desmutualización, pero no necesariamente esencial a él, muchas bolsas de valores –particularmente en mercados emergentes- han llevado a cabo una fase de integración vertical de las distintas actividades ligadas al ciclo de transacción, incluyendo compensación, liquidación y custodia. Un elemento central para justificar esta integración ha sido evitar los conflictos de interés entre los distintos actores en el ciclo. Asimismo, permite a la bolsa –ahora constituida en grupos de actividades – maximizar de manera agregada el proceso de generación de valor.

También relacionado al proceso de desmutualización se encuentran las fases de consolidación o integración horizontal que se han generado. La mayor motivación ha sido aumentar la profundidad y liquidez del mercado, atrayendo a un mayor número de actores y aumentando el valor generado por las bolsas a sus accionistas.

Observaciones para el mercado chileno

A partir del análisis de la desmutualización de bolsas, tanto en países desarrollados como emergentes, es posible hacer las siguientes observaciones a la discusión del proceso en nuestro país:

- Los adelantos tecnológicos que han dado origen a procesos de desmutualización también han motivado la entrada de nuevos jugadores en la industria de bolsas de valores y productos en nuestro país: la Bolsa Electrónica de Chile (BEC) en 1989 y la Bolsa de Productos (BP) en el año 2004, que se unieron a la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS, fundada en 1893) y a la Bolsa de Corredores de Valparaíso (BCV, 1898). Cabe destacar que las transacciones de estos nuevos mercados se realizan en espacios virtuales, a los cuales después se trasladarían la BCS y BCV, desde ruedas físicas.
- La Bolsa de Productos partió como una entidad desmutualizada y, en cierto sentido, la BEC también lo es, al permitir que accionistas no-corredores compren acciones a otros accionistas o acciones de primera emisión. Sin embargo, en la práctica no cuenta con una orientación hacia fines de lucro. Más aún, su base accionaria es muy similar a la de la Bolsa de Comercio de Santiago, que no es desmutualizada. Por otra parte, la BEC se encuentra diseñando un proceso de desmutualización, actualmente en consulta con la SVS.
- La fusión entre las Bolsas Electrónica, de Valparaíso y de Comercio ha sido materia de frecuente debate, que se ha ido acrecentando en el último tiempo a raíz de la percepción de un aumento de presiones competitivas de expansión regional, por parte de las bolsas brasileña y mexicana. El aumento de presiones competitivas, como se ha señalado en este documento, ya asoma en nuestro país como una condición necesaria para llevar a cabo procesos de desmutualización.
- Con todo, el catalizador más efectivo de la desmutualización deberá ser el convencimiento que los propios accionistas/corredores tengan respecto al

mayor valor que genere una entidad donde se separen corredores de accionistas, con un gobierno corporativo centrado en maximizar el valor económico. La claridad en percibir los beneficios señalados que emanan de la desmutualización y la capacidad de traducirlos en ganancias económicas serán claves para que el proceso de desmutualización llegue a puerto.

- Tomando en consideración lo anterior, el rol que juegue el regulador será clave en determinar la velocidad de un eventual proceso de desmutualización. Si existe un alto grado de convicción por parte de los accionistas/corredores respecto a la conveniencia del proceso de desmutualización, el rol del regulador no requiere de ser más allá de un mero facilitador, tal como ocurriera en los mercados desarrollados (Europa). Si, por el contrario, existen problemas de coordinación entre los accionistas/corredores que dificulte el proceso de desmutualización, el regulador deberá tomar un rol más activo, liderando el proceso, como aconteció en Colombia, donde el regulador llegó a dictaminar la fusión de tres bolsas regionales en una sola (Bolsa de Colombia, 2001), además de decretar su proceso de desmutualización, que culmina con la colocación de las acciones de la propia bolsa (BCV) en el año 2007. De esta manera, el rol de la SVS en nuestro país dependerá de la convicción privada en la desmutualización: menor intervención en el caso de las bolsas de valores que han optado por procesos voluntarios de desmutualización; en los procesos en que los accionistas/corredores requieran de la coordinación de la SVS, su rol será mayor. Sin embargo, no se recomienda llegar al extremo de forzar la desmutualización, pues puede generar importantes disputas que superen los beneficios que esa estructura de propiedad conlleva como mecanismo de solución a los conflictos actualmente existentes en nuestro mercado.
- Respecto a las bolsas de valores locales una vez desmutualizadas, es importante reconocer que se refuerza el incentivo de lucro de la entidad, es decir, la maximización de utilidades. Luego, el regulador deberá velar por aquellas funciones que puedan tener características monopólicas – especialmente si la desmutualización lleva a futuros procesos de integración horizontal o fusión de las bolsas locales– como la tarificación de comisiones a transacciones, tomando las acciones que sean necesarias. Por ejemplo, con el monitoreo de tarifas de otros mercados o el uso de una “empresa modelo” para la fijación de tarifas competitivas. Asimismo, la desmutualización requerirá de una estructura de gobierno corporativa que asegure la independencia de los roles de accionistas y corredores –otrora coincidentes– de manera de asegurar el resguardo de los intereses de los accionistas no–corredores. Ello puede verse resguardado con directorios compuestos por integrantes independientes de los corredores, de manera completa o en su mayoría, más allá de los mecanismos de adecuado gobierno corporativo actualmente vigentes para las sociedades anónimas abiertas (e.g., comité de directores, abstención de directores en transacciones relacionadas, etc.). En cuanto a la función de autorregulación –tan necesaria en mercados como el de intermediación financiera, entre otras cosas, por la velocidad de la innovación en ella– se requerirá de un conjunto mínimo de funciones exigidas por el regulador que esta función sea efectiva y no se vea afectada por el objetivo de maximización de utilidades, dado los costos que esta capacidad conlleva.
- La activa participación de la banca en el negocio de intermediación de valores hace más previsible (y deseable) que se lleve a cabo un proceso de integración vertical de actividades relacionadas (compensación, liquidación y custodia), de manera de reducir los eventuales conflictos de interés que existan entre estas actividades y la operación bancaria. Es recomendable un activo rol de dirección

por parte del regulador en este proceso. Analizar en profundidad el proceso de la Bolsa de Valores de México (BVM) es un excelente punto de partida. En este caso, se procedió a constituir una estructura de holding que tomó el control de las entidades encargadas de las compensación, liquidación y custodia mediante la valorización económica de estas unidades de negocios y el posterior pago utilizando recursos provenientes de la apertura en bolsa de la BVM.



Gobierno Corporativo de una Bolsa Desmutualizada

Fernando Lefort⁶

Director Centro de Estudios del Gobierno Societario UC, Secretario Ejecutivo, Centro para el Gobierno de la Empresa

Motivaciones para la Desmutualización

La mayor competencia global y los cambios tecnológicos han modificado la estructura de ingresos de las bolsas generando incentivos a cambiar su naturaleza. En primer lugar, a medida que la competencia entre bolsas ha aumentado, los derechos cobrados y las restricciones impuestas a las empresas por listarse ha ido disminuyendo. En segundo lugar, ha medida que la tendencia a la desmutualización crece, los pagos por membresía han disminuido puesto que los corredores pueden transar en múltiples bolsas sin tener que ser miembros. En tercer lugar, el progreso de las tecnologías de información ha disminuido los costos de proveer información financiera. Aunque es posible lograr un mayor volumen transado mediante alianzas estratégicas, las dificultades inherentes a coordinar tecnologías de transacción y regulaciones, han abierto un camino a las fusiones y adquisiciones las cuales se facilitan después de la desmutualización.

En respuesta al incremento en la competencia que enfrentaban los mercados tradicionales, debido al desarrollo de los ATS (*Alternative Market Systems*) y ECN (red de comunicación electrónica), las bolsas buscaron desarrollar sus propios sistemas de operación electrónica. Sin embargo, este tipo de iniciativas han tenido un éxito limitado debido a la oposición de corredores miembros que también se encuentran asociados a los ATS. Así, la desmutualización ha sido vista como una forma de superar este conflicto de interés y enfrentar la competencia. Es decir, desde un punto de vista económico los ATS pueden destruir el poder monopólico de las bolsas haciendo menos beneficioso el gobierno mutua. De esta manera, las bolsas se ven empujadas a convertirse en organizaciones con fines de lucro con estructuras de gobierno corporativo que les permita tomar decisiones independientemente de los miembros particulares.

Implicancias regulatorias de la desmutualización

Las bolsas son entidades reguladas que operan bajo supervisión de entes gubernamentales. Sin embargo, en muchos mercados desarrollados, los reguladores han decidido delegar parte de las funciones regulatorias a las propias bolsas, dando origen al concepto de entidades autorreguladas. Una de las principales ventajas de la autorregulación sería poner las decisiones de regulación del mercado de capitales en las manos de quienes mejor conocen su funcionamiento, sus necesidades, fortalezas y debilidades.

⁶ Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Ph.D. en Economía , Harvard University

Las principales funciones regulatorias asumidas por las Bolsas de Valores se pueden agrupar de la siguiente manera:

- Regulación de corredores y otros agentes de valores: esta función regulatoria comienza con los requisitos exigidos a los corredores para registrarse. Además, deben velar por el mantenimiento de las buenas prácticas del negocio evitando la ejecución de transacciones no permitidas.
- Regulación del mercado: incluye la especificación de las reglas operativas de transacción; conducta de los participantes del mercado durante negociaciones y remates; y vigilancia y arreglos para el *clearing settlement* de las operaciones y el depósito y custodia de los valores.
- Requisitos para emisores: incluye requisitos para el listado de empresas, requisitos para la transacción de títulos, monitoreo continuo de los emisores para verificar el cumplimiento de los requisitos de listado y transacción, y la diseminación de información de precios relevante al mercado.

Conflictos de interés en el proceso de autorregulación bursátil

En un contexto muy competitivo cada miembro tendrá incentivos para ser transparente y mostrar que es mejor que los otros. En la ausencia de estos incentivos, el sistema autorregulatorio no se sustenta solo y requiere de creciente supervisión por parte de la autoridad e instituciones intermedias para que detecten problemas y cuiden el interés público.

La reciente ola de desmutualizaciones, bolsas listándose en sus propios mercados y fusiones entre bolsas ha levantado la preocupación respecto a la posibilidad de que la desmutualización agrave los conflictos de interés entre el negocio de operar un mercado y las responsabilidades de actuar como un ente autorregulatorio. En particular, se ha planteado que las bolsas desmutualizadas no podrán ser capaces de desempeñar efectivamente sus labores regulatorias a favor del buen funcionamiento del mercado.

Principales conflictos de interés que pueden entorpecer la labor autorregulatoria de una bolsa:

(i) Conflicto entre el mandato del negocio y el mandato regulatorio:

- Actuar en beneficio de los accionistas maximizando valor versus en beneficio del interés público (SRO). El conflicto surgiría, potencialmente, entre el rol de la bolsa como operador del mercado con la responsabilidad de supervisar las transacciones y su rol como entidad comercial.
- La actividad de autorregulación es un centro de costo para la bolsa y ésta puede decidir disminuir sus gastos.

(ii) Conflictos en la administración de la regulación, supervisión y aplicación de sanciones:

- Una multiplicidad de conflictos pueden aparecer en el ejercicio de la autoridad que las bolsas tienen debido a que ellas pueden tomar decisiones administrativas que afectan los intereses de miembros, clientes y operadores específicos

- La forma principal que toma este tipo de conflictos de interés es cuando una bolsa debe supervisar y aplicar sanciones a un corredor miembro.

(iii) Conflictos en la regulación de competidores:

- Un tipo de este conflicto se produce cuando un miembro o cliente sujeto a la supervisión de la bolsa compite con ésta ofreciendo servicios de transacción. Es el caso de los agentes de valores que ofrecen servicios tipo ATS.
- Otro caso es cuando una empresa listada en la bolsa ofrece algún tipo de servicio que compita con los servicios provistos por la propia bolsa.

(iv) Conflicto al listarse en su propio mercado

- El conflicto surge debido a que la bolsa debe evaluar si ella misma cumple los estándares requeridos para listarse.
- También existe conflicto si la bolsa debe investigar prácticas irregulares en la transacción de sus propios títulos de oferta pública.

Una posible manifestación de un incremento del conflicto asociado a la primera categoría (conflicto entre mandato del negocio y el mandato regulatorio) sería una disminución del gasto en el aparato regulatorio y de supervisión de las bolsas después de sus desmutualización. Aparentemente este no ha sido el caso, lo que podría indicar que los accionistas de una bolsa desmutualizada tienen menos interés en limitar el alcance de la regulación y están dispuestos a financiarla, incluso en mayor medida que bajo el anterior esquema de membresía.

Respecto al segundo conflicto de interés, estos son de naturaleza diversa y no es evidente cuál es el efecto de la desmutualización sobre ellos.

El tercer conflicto (en la regulación de los competidores) es sólo importante en los mercados más desarrollados, donde algún corredor o agente de valores es suficientemente importante como para ofrecer sistemas alternativos de transacción que puedan competir con las propias bolsas. El otro tipo de este conflicto de interés se produce en relación con competidores listados en bolsa y tampoco es común fuera de los mercados más desarrollados. Sin embargo, la desmutualización y posterior proceso de emitir instrumentos de oferta pública por parte de las bolsas hace más probable que este tipo de conflicto de interés se de en el futuro.

Finalmente, el cuarto conflicto se da cuando una bolsa desmutualizada se lista en su propio mercado, dando origen a una evidente falta de independencia en la evaluación de sus propios estándares como emisor y de las prácticas empleadas en la transacción de sus propios títulos de oferta pública. Este conflicto solo surge tras la desmutualización y listado de una bolsa.

Gobierno corporativo de una bolsa desmutualizada

En términos generales, la desmutualización modifica en parte la estructura de incentivos de las bolsas y, por lo tanto, cambia la propensión a que determinados tipos de conflictos de interés se produzcan en la aplicación de la autorregulación bursátil. En consecuencia, la desmutualización implica necesariamente considerar una modificación de la estructura de gobierno corporativo de las bolsas y un replanteamiento acerca de la aplicación de sus principales tareas regulatorias.

Existen diversas formas de hacer frente a la presencia de conflictos de interés en el marco de la autorregulación bursátil. La primera es, evidentemente, transferir la autoridad regulatoria a otra entidad que no tenga ese específico conflicto, como el ente supervisor gubernamental o una entidad privada separada e independiente de la propia bolsa. La segunda es una combinación de la implementación de mecanismos de gobierno corporativo en la bolsa que formalmente se hagan cargo del manejo de estos conflictos, sumado a una supervisión especial del ente regulador.

El gobierno corporativo de las bolsas desmutualizadas debería considerar mecanismos complementarios para el cumplimiento de la vigilancia del mercado, como la presencia de directores independientes en el directorio de la bolsa, la constitución de un comité de regulación y supervisión, restricciones a la concentración accionaria, exigencia de un porcentaje de las acciones en manos de inversionistas no relacionados con el giro bursátil, entre otras. Estos mecanismos deberían complementarse con la supervisión de una entidad gubernamental que tome particular consideración al deber de actuar en favor del interés público que tienen los directores de una bolsa.

La decisión final respecto a la estructura de gobierno corporativo de una bolsa desmutualizada dependerá de la importancia relativa de los conflictos de interés que ésta presenta y del marco regulatorio que enfrente. Cuando el nivel de desarrollo del mercado es muy alto, la cultura autorregulatoria es profunda y el conflicto entre el mandato del negocio y el mandato regulatorio se vuelve muy importante, la solución más extrema ha sido externalizar las funciones regulatorias de la bolsa a un órgano autónomo privado. Esta solución requiere que exista efectiva independencia entre ambas organizaciones, incluido el aspecto presupuestario, y que la organización privada regulatoria permanezca cerca del mercado.

Sin embargo, en mercados menos sofisticados, donde el tamaño de las bolsas es menor, la solución de gobierno corporativo frente a la desmutualización tiende a ser un híbrido de medidas menos extremas como las discutidas anteriormente

Recomendaciones de gobierno corporativo para una bolsa desmutualizada en Chile

En comparación con los mercados de economías más desarrolladas y con tradición legal anglosajona, el mercado de capitales chileno presenta una actividad regulatoria y supervisora más centralizada y ejercida predominantemente desde las entidades gubernamentales, en especial, la Superintendencia de Valores y Seguros. Así, la actividad auto-regulatoria ejercida por las bolsas y otros actores privados del mercado es bastante baja.

Las bolsas chilenas ejercen un rol parcial en cuanto a agentes reguladores del mercado y, por lo tanto, el impacto que, en el corto plazo, puede tener la desmutualización de alguna de ellas sobre dichas prácticas regulatorias es menor. Además, consistentemente con la evidencia respecto a otras bolsas latinoamericanas, el escenario más probable en Chile es que una eventual desmutualización de las bolsas obedezca principalmente a su interés por fusionarse o por ser adquirida por una bolsa extranjera. Es decir, la desmutualización se usaría para facilitar una reestructuración de la propiedad y no con la intención de listarse para seguir operando con una estructura societaria diferente.

Además, no hay que olvidar que las bolsas chilenas son organizaciones con fines de lucro y, de hecho, en el caso de la Bolsa de Comercio, sus acciones se transan en su

propio mercado. Así, la desmutualización consistirá únicamente en una separación de la condición de accionista de la de corredor, pero no cambiará fundamentalmente la naturaleza de su organización.

Por consiguiente, y basado en las anteriores reflexiones, se sugieren las siguientes recomendaciones en relación al gobierno corporativo de una eventual bolsa desmutualizada:

- Dado el tamaño del mercado chileno y el efecto menor que la desmutualización tiene sobre la estructura organizacional de las bolsas en Chile, no tiene sentido exigirles la creación de una entidad autónoma privada a la que subcontratar los servicios de autorregulación.
- El principal conflicto de interés que puede exacerbarse con la desmutualización es el que se refiere al conflicto entre el mandato del negocio y el mandato regulatorio. Para morigerar este potencial conflicto es importante que el directorio asuma formalmente el deber de cuidado del mercado, además, del deber de cuidado al accionista. Adicionalmente, la bolsa debe tener una unidad de Regulación y Gestión de Riesgos independiente de sus unidades comerciales y operacionales que reporte al directorio o a un Comité de Vigilancia del Mercado, formado por tres directores, que tenga la responsabilidad de informar al directorio respecto al funcionamiento de las reglas operativas de transacción, la conducta de los participantes del mercado durante negociaciones y remates, y de vigilancia y arreglos para el *clearing* y *settlement* de las operaciones y el depósito y custodia de los valores.

Otra forma de disminuir este conflicto de interés es estableciendo límites a la concentración de propiedad de la bolsa. En Chile, la legislación establece que ningún corredor puede tener más del 10% de la propiedad de una bolsa. Esta restricción debería ampliarse a las bolsas desmutualizadas para que ningún accionista pudiera controlar directa e indirectamente más del 10% de las acciones (de cada serie si existiera más de una). De esta forma, se disminuye la probabilidad de que los intereses de un accionista particular pongan en riesgo la buena operación del mercado.

- Aunque los conflictos específicos entre corredores y entre corredores y otros agentes de valores no son más probables bajo un esquema desmutualizado, las bolsas deberían implementar comités de regulación y resolución de conflictos, formados por miembros independientes de las corredoras y otros agentes de valores, que tuvieran entre sus funciones la responsabilidad de dirimir disputas entre corredores, supervisar el funcionamiento del mercado y sancionar a aquellos participantes del mercado cuya conducta atente contra su funcionamiento.

Para su adecuado funcionamiento, este tipo de comité debe tener clara autonomía en su funcionamiento y estar dotado de recursos suficientes para realizar investigaciones cuando lo estime conveniente. Además, debe tener instancias formales de conversación con el directorio de la bolsa para informar las sanciones propuestas, y con la Superintendencia de Valores y Seguros para indicar su opinión respecto al funcionamiento de la bolsa como ente autorregulado.

- La desmutualización puede incrementar los conflictos de interés en relación con la regulación de los emisores y entes listados en la bolsa en la medida que éstos corresponden a competidores, accionistas y clientes grandes, o a la

propia bolsa. En Chile, la regulación del mercado primario recae primordialmente sobre la Superintendencia. Las bolsas no incorporan restricciones adicionales respecto a las exigencias del Registro de Valores. Sin embargo, con el objeto de evitar conflictos en el futuro, sería importante que cualquier modificación de los requisitos para listarse o transar impuesta por una bolsa debería ser respaldada por su comité de regulación y, en última instancia, sujeto a la aprobación de la SVS.



Desmutualización y fusión de bolsas

Alexander Galetovic⁷

Profesor de la Universidad de los Andes e Investigador del Centro de Estudios Públicos

Introducción⁸

En Chile operan tres bolsas de valores: la Bolsa de Comercio de Santiago, la de Valparaíso y la Electrónica de Chile. Las primeras se establecieron durante la segunda mitad del siglo pasado; la Bolsa Electrónica comenzó a operar recién a fines de 1989.

Desde que existe la Bolsa Electrónica se discute si acaso conviene fusionarla con la Bolsa de Comercio. Algunos afirman que no se justifican dos bolsas porque se duplican costos fijos y, por lo demás, muchos corredores, sobre todo bancarios, son miembros de ambas. A la discusión recurrente sobre una fusión se le ha sumado durante el último tiempo la posible desmutualización de las bolsas, permitir que éstas sean propiedad parcial o total de inversionistas desligados del corretaje de valores.

En este artículo argumentaré que la creación de la Bolsa Electrónica fue beneficiosa para los inversionistas (compañías de seguros, AFPs, personas, etc.) porque hizo caer permanentemente los derechos de bolsa y las comisiones de corretaje. Esto no es consecuencia necesaria de que existan dos bolsas, sino de un afortunado conflicto de interés entre las corredoras “grandes” y “pequeñas” que se ha resuelto en favor de las primeras y cuyo resultado son precios bajos.

De lo anterior se sigue que la situación actual es sana porque las bolsas cumplen con su rol principal, a saber, que los servicios para la transacción de valores se provean a precios competitivos. Más aun, un par de modificaciones menores pero importantes a los procedimientos permitirían intensificar aun más la competencia. La mutualización y posible fusión, por el contrario, altera los incentivos de manera tal que conlleva riesgos ciertos de explotación de poder de mercado, los cuales deben ser resueltos eficazmente antes de proceder. Por eso, desde el punto de vista del país la desmutualización de las bolsas y la posible fusión, si bien fuente de oportunidades -a una bolsa desmutualizada le conviene atraer y crear nuevos servicios-, también es fuente de riesgos de explotación de poder de mercado.

⁷ Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Ph.D. en Economía, Princeton University

⁸ Este artículo resume un trabajo encargado y financiado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Agradezco la ayuda de Fernando Luco y la extraordinaria y rigurosa colaboración de sus funcionarios, en especial Marco Morales, Jaime Peralta y Juan Ignacio Zucal. Sin embargo, este es un informe independiente, condición que la SVS ha respetado completamente. Por lo tanto, las opiniones son de mi exclusiva responsabilidad y no comprometen de manera alguna a la SVS. Buena parte de las ideas, aunque no el análisis de la desmutualización, fueron desarrolladas en un trabajo encargado por la Bolsa Electrónica en 1997, el que escribí con Sergio de la Cuadra. Como tantas otras veces, Sergio es responsable de casi todos los aciertos, pero de ningún error. El trabajo también usa conclusiones de mi trabajo conjunto con Felipe Zurita, quien tampoco es responsable de ningún error u opinión, pero sí de varios aciertos.

Sobre la explotación monopólica en el mercado de servicios de bolsa

Cuando una persona compra o vende un instrumento financiero a través de un corredor, los insumos de la transacción son los servicios de corretaje y los servicios de bolsa básicos los que, como se dijo, se utilizan en proporciones fijas (no se puede sustituir uno por otro). Es bien sabido que cuando un bien se produce en proporciones fijas basta con monopolizar un insumo para lograr el mismo poder de mercado que se detentaría al controlar todos y cada uno de los insumos. Más aún, una vez que un agente consigue monopolizar un insumo, preferirá que los restantes se provean competitivamente. La razón es que un segundo monopolio produciría lo que se conoce por doble marginalización con la consecuencia que el precio del bien (la suma de la comisión y el derecho de bolsa) se dejaría por sobre el que elegiría un monopolista único. Por lo tanto, las utilidades totales serían menores⁹.

De lo anterior se desprende lo siguiente: primero, para monopolizar el mercado de los servicios para la compra y venta de instrumentos financieros basta con monopolizar ya sea el mercado de servicios de bolsa o el mercado del corretaje; no es necesario monopolizar ambos. Segundo, no basta que el corretaje sea competitivo para que los servicios para la compra y venta de instrumentos financieros tengan precios competitivos. Basta con que los derechos de bolsa se fijen monopólicamente para que la suma de los derechos de bolsa y comisiones de corretaje que paga cada inversionista cuando compra o vende un instrumento financiero sea igual al precio que cobraría un monopolio que controle tanto los servicios de bolsa como los de corretaje. Es interesante notar que el legislador parece haber reconocido esto cuando le prohibió a las bolsas fijar comisiones de corretaje (en 1976) y repartir utilidades (en 1980).

El costo marginal de ejecutar una transacción en bolsa es cercano a cero, pues las órdenes de compra se transmiten electrónicamente y el costo marginal de esta transmisión es prácticamente cero. Más aún, el servicio que presta en cada operación es exactamente el mismo, independiente de del tipo de instrumento financiero (v.gr. acciones bonos, monedas) o del monto de la transacción. Luego, a menos que los cargos fijos excluyan corredores, una bolsa eficiente se financiaría íntegramente con cargos fijos independiente del número de transacciones, monto de cada una y el tipo de instrumento transado¹⁰.

Por contraste, al fijar sus derechos una bolsa monopólica tendrá en cuenta únicamente la disposición a pagar de los inversionistas por servicios para la compra y venta de activos financieros. Una particularidad de este mercado es que la disposición a pagar de los inversionistas por servicios para la compra y venta de instrumentos financieros es creciente en el monto transado. Luego, la práctica de cobrar derechos de bolsa proporcionales al monto transado le permite a una bolsa discriminar precios y cobrarle más a quienes transan montos mayores.

En un mercado donde las comisiones se negocian privadamente entre el corredor y su cliente, la colusión entre corredores es frágil, puesto que un corredor puede cobrar comisiones menores que las acordadas sin que el resto del cartel se entere. Si el número de transacciones es suficientemente grande es difícil detectar cuando uno de los corredores viola el acuerdo colusivo. A consecuencia de la prohibición y la dificultad de cartelizarse fuera de la bolsa, una bolsa monopólica preferirá ejercer su

9 Véase a J. Spengler, "Vertical Integration and Anti Trust Policy", Journal of Political Economy 58, pp. 347-352, 1950.

10 Es posible conciliar derechos de bolsa marginales iguales a cero con cargos fijos que no excluyan si el nivel de éstos es proporcional a, por ejemplo, la actividad esperada, o a una medida independiente de la transacción marginal, v.gr. el tamaño del capital del corredor relativo a la suma del capital de todas las corredoras.

poder monopólico fijando los derechos de bolsa muy por encima de los necesarios para cubrir sus costos de operación y obtener una rentabilidad normal sobre su capital. Las utilidades de la bolsa se reparten entre los corredores en partes iguales, pues típicamente cada corredor es dueño de una y sólo una acción.

Cuando la eficiencia de los corredores difiere marcadamente y existe un gran número de corredores ineficientes y con participaciones de mercado pequeñas, sucederá que los corredores más eficientes generarán derechos de bolsa por montos mucho mayores que el dividendo que recibirán, por lo que trabajarán para los corredores más pequeños e ineficientes. En estas circunstancias, los corredores más eficientes preferirán fijar los derechos más bajos, los que incluso podrían llegar a ser iguales a los que cobraría una bolsa eficiente.

Cuando existe este conflicto de interés los derechos que fije la bolsa dependerán de quien controle su directorio. Si son los corredores ineficientes, estos preferirán derechos monopólicos porque así se apropian de parte de los excedentes generados por las corredoras más eficientes. Si, por el contrario, son los corredores eficientes quienes controlan la bolsa, preferirán fijar derechos cercanos a los eficientes mientras subsistan los corredores ineficientes.

Si todos los corredores son igualmente eficientes, entonces preferirán unirse en la misma bolsa de corredores y fijar derechos monopólicos. En ese caso no existe conflicto de interés porque la contribución de cada corredor a las utilidades de la bolsa es similar al dividendo que recibe. Más aún, en ese caso es fácil mantener el cartel. En efecto, no bastaría que surgiera una bolsa competidora que cobrara derechos de bolsa menores para que los corredores acudieran a ella, porque esa bolsa no sería líquida. En efecto, la liquidez podría permitirle a una bolsa de corredores mantener su poder de mercado en tanto un número suficiente de corredores decida no moverse de bolsa. Esto ocurre, por ejemplo, cuando un número significativo de corredores no son duales. Por último, la bolsa de corredores tratará de impedir la entrada de nuevos corredores o de reducir la cantidad existente porque de esa forma cualquier renta monopólica se reparte entre menos participantes.

Las consecuencias de la Bolsa Electrónica

Los promotores de la Bolsa Electrónica fueron las agencias de valores y un grupo de bancos comerciales. Los primeros eran importantes intermediarios de instrumentos de renta fija pero no podían operar por cuenta de las AFP, las que por ley deben transar en un mercado formal, definiéndose como tal sólo a las bolsas. Los segundos habían entrado progresivamente al negocio de corretaje de valores desde mediados de la década del ochenta enfrentando problemas para ejercer como corredores porque la Bolsa de Comercio les negaba la entrada. Así, se explica que se juntaran algunos bancos con un grupo de agencias de valores para crear una nueva bolsa; la decisión estratégica fue optar por un centro bursátil con tecnología de punta, dando origen a la Bolsa Electrónica de Chile, la que inició sus operaciones en noviembre de 1989.

La Bolsa Electrónica nunca ha logrado capturar más del 35% de las transacciones bursátiles. Sin embargo, no es correcto evaluar su éxito por su participación de mercado, porque lo relevante para los inversionistas es el efecto que ella tuvo sobre la calidad del servicio y los precios —derechos de bolsa y comisiones- el que ha sido notable. En efecto, la competencia hizo que la Bolsa de Comercio disminuyera algunos de sus derechos aun antes de que la Bolsa Electrónica entrara en funcionamiento. Bastó que el grupo de bancos y agencias de valores contratase el desarrollo del software que define a una bolsa electrónica para que la Bolsa de Comercio sustituyera

los derechos de bolsa proporcionales al monto transado que les cobraba a las AFP por un pequeño cargo fijo semestral y eliminase por completo los derechos de bolsa en transacciones de instrumentos de renta fija.

A poco de creada la Bolsa Electrónica, la Bolsa de Comercio eliminó las restricciones a la entrada por lo que hoy las corredoras bancarias operan en ambas bolsas. Más importante aún, desde que la Bolsa Electrónica entró en funcionamiento en 1989 han caído fuertemente los derechos de bolsa para todo tipo de transacciones. Casi sin excepción, la iniciativa de bajar derechos ha pertenecido a la Bolsa Electrónica. De entrada fijó derechos comunes para transar acciones en la mitad de los cobrados por la Bolsa de Comercio (0,25% por lado contra 0,5% por lado); en 1990 estableció descuentos por volumen que duplicaban los de la Bolsa de Comercio; y en 1991 comenzó a devolverle derechos a sus corredores en proporciones muy superiores a las devoluciones de la Bolsa de Comercio. Finalmente, en 1995 la Bolsa Electrónica se redefine como institución sin fines de lucro, y comienza a devolverle a cada corredor el 100% de los derechos que genere por sobre las UF 300 mensual. Este pago mensual de UF 300 por corredor es suficiente para financiar los costos de la operación de la bolsa. Eventualmente y con rezago, tal estructura de cobro fue seguida por la Bolsa de Comercio y hoy el pago mensual el UF220.

Es importante destacar que cuando una bolsa devuelve el 100% de los derechos que un corredor recaude por sobre las UF 220 es cómo si le cobrase a cada corredor un cargo fijo mensual y eliminase por completo los derechos de bolsa proporcionales al monto transado. Por eso, y dado que los costos marginales de la Bolsa Electrónica son cercanos a cero, se puede afirmar que a partir de 1995 la Bolsa Electrónica tarifica eficientemente sus servicios; es decir, su tarificación es similar a la que resultaría en un mercado competitivo de servicios de bolsa.

El efecto de la competencia fue muy fuerte. En 1987 los derechos medios fueron equivalentes al 0,84% del monto transado en acciones. Cayeron a 0,60% en 1988 (cuando las AFP comenzaron a pagar cargos fijos), a 0,47% en 1993 (la suma de las bajas de derechos lideradas por la Bolsa Electrónica y las devoluciones parciales) y a sólo 0,13% en 1995-97, cuando la Bolsa Electrónica comenzó a devolver el 100% de los derechos. Gran parte de las devoluciones de derechos ha sido traspasada a los inversionistas. En efecto, pese a que en la factura que paga un inversionista continúa apareciendo el ítem derechos de bolsa, la competencia entre corredores implica que la devolución se reflejará en menores comisiones. A principios de los años noventa esta la comisión media fluctuaba en torno al 1,2%. Cayó a niveles de 1% en 1993-94, cuando la Bolsa Electrónica inició sus devoluciones y a niveles en torno al 0,6% en 1995-96, cuando la Bolsa Electrónica comenzó a devolver el 100% de los derechos por sobre las UF 300. Con rezago, tal estructura de derechos fue finalmente adoptada por la Bolsa de Comercio.

¿Por qué se ha competido?

La Bolsa Electrónica renunció a explotar poder de mercado con su política de devolución de derechos. A primera vista, parecería que a los corredores que controlaban el directorio de la Bolsa Electrónica y que transaban en ambas bolsas no les convenía competir, porque los dividendos hubiesen sido mayores en ambas bolsas si la Bolsa Electrónica y la de Comercio se hubiesen concertado para fijar derechos monopólicos. Sin embargo, esta conclusión no es necesariamente correcta. Las políticas de la Bolsa Electrónica fueron consecuencia de dos factores. El primero es que en el mercado del corretaje existían dos tipos de corredoras: por un lado, un grupo reducido de corredoras eficientes que realizan la mayoría de las transacciones

compuesto principalmente por las bancarias, unas pocas tradicionales y algunas no bancarias nuevas; y, por el otro, un grupo mayoritario de corredoras pequeñas y menos eficientes en su mayoría tradicionales. El segundo factor es que la Ley de Valores establece que los corredores deben ser dueños de las bolsas donde operan y que cada uno tenga una acción, independientemente de su participación en las transacciones. Eso último implica que, como ya se mencionó, las utilidades monopólicas de un eventual cartel se repartirían en partes iguales. Así, los corredores eficientes transferirían casi todas las utilidades que generan a los corredores menos eficientes. Cuando hay diferencias marcadas de eficiencia las utilidades de las corredoras eficientes son mayores cuando los derechos se devuelven, porque se elimina la transferencia de utilidades.

Un examen de las participaciones de mercado en 1997, cuando se estaba completando la transición que causó la entrada de la Bolsa Electrónica, resulta esclarecedor. En ese entonces la Bolsa de Comercio tenía 48 acciones, mientras que la Bolsa Electrónica tenía 40. En la Bolsa de Comercio 16 accionistas con participaciones de mercado superiores al 2% eran responsables del 77% de las transacciones; la concentración era aún mayor en la Bolsa Electrónica donde 14 accionistas con participaciones de mercado superiores al 2% ejecutaban el 92% de las operaciones. Por lo tanto, en ambas bolsas los corredores eficientes ganaban fijando devoluciones como las de la Bolsa Electrónica. Sin embargo, fue la Bolsa Electrónica y no la Bolsa de Comercio quien tomó la iniciativa de bajar los derechos porque en ella el directorio era controlado por corredoras eficientes. En efecto, en la Bolsa Electrónica cinco directores de un total de nueve realizaban el 45% de las transacciones; en cambio, en la Bolsa de Comercio seis directores de un total de once ejecutaban menos de un 5% de las operaciones. Lo interesante es que las políticas de la Bolsa Electrónica habían forzado a la Bolsa de Comercio a seguirla.

Consecuencias de una fusión y la desmutualización

(i). Una fusión con corredores mutualizados

El análisis anterior sugiere cuáles serían las consecuencias de una fusión de bolsas. Si el control de la bolsa resultante continúa en manos de los corredores pequeños e ineficientes, éstos fijarían derechos monopólicos, aun cuando probablemente se desataría un conflicto con aquellos corredores con participaciones de mercado más grandes¹¹. Por contraste, si la fusión les permite a los corredores más grandes y eficientes controlar el directorio y así adquirir el poder de aprobar su política de derechos, fijarán derechos parecidos a los que se cobran hoy. En esas condiciones, es probable que la bolsa que resulte de la fusión negocie la recompra de las acciones en poder de las corredoras ineficientes a precios bastante menores que los actuales. Una vez que ocurra, también es probable que los nuevos controladores, todos ellos similarmente eficientes, cartelicen el mercado del corretaje fijando derechos de bolsa monopólicos proporcionales al monto transado. La razón ya se discutió. Cuando los corredores que transan en una bolsa son similarmente eficientes, la cartelización les conviene, porque cada uno recibe en dividendos utilidades similares a las que genera. En ese caso desaparece el conflicto de interés entre corredoras y todas ganan coludiéndose para fijar derechos monopólicos. La bolsa, en otras palabras, es el medio ideal para cartelizar corredores, en la medida que las utilidades se repartan a prorrata del volumen generado.

¹¹ Este seguramente es uno de los motivos por los que cada vez que se ha sugerido que conviene fusionar, se afirma que la fusión debiera ir acompañada por el compromiso contractual de los fusionados de no crear otra bolsa.

(ii). Fusión y desmutualización

Desde el punto de vista de los incentivos que determinan los derechos de bolsa, la desmutualización no cambia el análisis anterior. En efecto, un accionista puro es análogo a un corredor a tal punto ineficiente que prefiere no transar y sólo cobrar su dividendo. Por lo tanto, una bolsa controlada por accionistas que no son corredores querrá fijar derechos de bolsa monopólicos. Este riesgo cierto de la desmutualización debe resolverse eficazmente antes de implementarla. Al mismo tiempo, sujeto a cobrar derechos monopólicos, una bolsa desmutualizada gana mientras mayor sea el volumen. Por eso, es posible que tal bolsa no restrinja la entrada de corredores y que le interese atraer a aquellos que, por innovadores, creen nuevos negocios.

(iii) Por qué el status quo es bastante bueno, pero quizás temporal

En la medida que se mantenga la situación actual es posible que la competencia entre bolsas se mantenga, siempre y cuando el número de accionistas de la Bolsa Electrónica siga siendo grande, y un grupo reducido de corredores tenga participaciones de mercado mucho mayores que el resto. Sin embargo, si por ejemplo la Bolsa Electrónica recompra las acciones de los corredores pequeños, de modo que sólo quede un grupo con similares participaciones de mercado, estos podrían concertarse para dejar de transar en la Bolsa de Comercio y fijar derechos más altos. En ese caso el que existan dos bolsas será irrelevante, porque las corredoras eficientes se negarán a transar en una de ellas. En este sentido, es interesante reiterar que para garantizar la competencia no basta con que existan dos bolsas. Una bolsa es inútil sin un número suficientemente grande de corredores que transen en ella, porque sería ilíquida. Por lo tanto, basta con que un número mayoritario de corredores se nieguen a transar en la otra para evitar que se compita. Esta es una posibilidad real en Chile porque lo más probable es que un mercado no pueda ser líquido si en él no participan las corredoras eficientes actualmente en el mercado, las que serían las principales beneficiadas con una cartelización.

¿Qué hacer?

La desmutualización de las bolsas y su eventual fusión es fuente de oportunidades pero también de riesgos. La principal oportunidad es que una empresa especializada y enfocada seguramente será más eficiente y, sobre todo, creativa. Esto contrastaría con la situación actual: de un lado, bancos que, teniendo la capacidad de crear nuevos servicios, no lo hacen porque el corretaje es un negocio menor dentro de organizaciones enfocadas hacia otra cosa; del otro lado, corredores tradicionales cuyo origen es, las más de las veces, una industria regulada en que la fuente de los ingresos era la explotación regulada de poder de mercado.

Al mismo tiempo, el principal riesgo es el ejercicio de poder de mercado. Las Bolsas no son necesariamente monopolios naturales y su actuar competitivo, tal como el de cualquier otra industria, debe quedar encargado a las autoridades de libre competencia, la Fiscalía Nacional Económica y el Honorable Tribunal de la Libre Competencia. Sin embargo, ciertas características de las bolsas, discutidas líneas arriba, implican incentivos casi irresistibles y dan medios eficaces para explotar poder de mercado. Por eso, conviene introducir un par salvaguardias contra el ejercicio de poder de mercado antes de cambiar el status quo. A continuación listaré un par de condiciones mínimas que se deberían imponer y sugeriré medios, cuya eficacia e implementación debe ser examinada con mayor detalle, para que la bolsa desmutualizada no explote poder de mercado.

(i) Condiciones que se le debieran imponer a la bolsa desmutualizada

El primer requisito es que nunca se le debe otorgar exclusividad o privilegio alguno a la bolsa desmutualizada. Por ejemplo, la desmutualización no debe ir acompañada de la prohibición de corredores de formar otra bolsa y se debe eliminar toda traba legal a la constitución de nuevas bolsas¹².

Segundo, para evitar la segmentación del mercado accionario, toda bolsa debe estar obligada a admitir en igualdad de condiciones a cualquier corredor que solicite entrar, sin discriminaciones de ningún tipo, sólo sujeto a los requisitos que imponga la ley y asumiendo los mismos costos que el resto de los corredores. De manera similar, a los corredores no se les debe impedir de manera alguna ser miembros de múltiples bolsas, ni tampoco se debe condicionar su tratamiento a su membresía en otras bolsas.

Tercero, las tarifas de los servicios bolsa básicos deben ser eficientes y el monto recaudado por cada bolsa debe ser suficiente para obtener un retorno normal sobre el capital invertido para proveer estos servicios, pero no más. La primera parte se refiere, por tanto, a la estructura de los derechos de bolsa; la segunda a que el potencial de explotación de poder de mercado debe controlarse.

Cuarto, cuando un corredor presente en más de una bolsa decida ejecutar una punta en la primera y otra punta en la segunda, debe pagar derechos que respeten el siguiente principio general: si las puntas de una operación se ejecutan en bolsas distintas, entonces cada bolsa debe cobrarle a la punta que se realiza en la otra bolsa derechos iguales o inferiores a los que ella cobraría por completar la operación en su bolsa. Si se respeta este principio se eliminan las trabas al arbitraje y no se segmenta el mercado accionario¹³.

Por último, toda bolsa debiera ser libre de ofrecer cualquier servicio nuevo o competitivo sin restricciones. El retorno por estos servicios no debiera quedar sujeto a limitación alguna y su comportamiento comercial debiera ser materia de las leyes generales de competencia, no de regulaciones de competencia específicas¹⁴.

(ii) Medios eficaces para implementar los principios

Antes de desmutualizar se debe controlar el incentivo irresistible de ejercer de poder de mercado. Las bolsas debieran cobrar tarifas eficientes y su rentabilidad quedar sujeta a un techo. Una posibilidad es que, tal como en el caso de las distribuidoras eléctricas o el agua potable, las tarifas se regulen en un proceso formal a cargo de una entidad pública. Sin embargo, en mi opinión tal cosa no es recomendable. Tales procesos son rígidos, caros y largos. Mejor

12 Los requisitos prudenciales no son “trabas”, sino componentes indispensables de un mercado de valores. Por lo tanto, mi argumento no es vulnerable a la crítica fácil de “[...] propone regular nada”. Al mismo tiempo, un requisito que se justifica como prudencial, pero que a la vez encarezca o dificulte la entrada de nuevos corredores, debe fundamentarse con rigor. La fundamentación rigurosa incluye explicar y delimitar claramente el objetivo prudencial (qué se pretende lograr con la regulación, qué comportamiento indeseable se pretende impedir) y la mecánica a través de la cual la regla propuesta es eficaz y eficiente para lograr el objetivo prudencial. La exigencia de rigor a la hora de introducir regulaciones es indispensable, porque empresas y gobiernos suelen ser hábiles y creativos cuando se trata de vestir de virtud o prudencia regulaciones que sólo pretenden crear rentas para quienes ya están en el negocio.

13 Véase S. De la Cuadra, A. Galetovic y F. Zurita, “Los efectos competitivos del peaje interbolsas”, informe encargado por la Bolsa Electrónica y presentado a la Honorable Comisión Resolutiva Antimonopolios, 1999.

14 Por supuesto, a los nuevos productos y servicios deben imponérselos las regulaciones prudenciales que sean necesarias.

es depender de incentivos y entregarle la regulación o determinación de las tarifas a partes informadas.

A continuación describo tres posibilidades:

Autorregulación La primera posibilidad es que la propia bolsa fije las tarifas por los servicios básicos, pero que el estudio se le contrate a un tercero independiente y quede sujeto a la revisión informada de los corredores. Las disputas podrían ser zanjadas por la Superintendencia o, mejor aun, un panel de terceros independientes. Eventualmente la Fiscalía Nacional Económica y el Honorable Tribunal de la Libre Competencia pueden revisar, si acaso se estima que las tarifas cometen alguna infracción en contra de la libre competencia. Por supuesto, las tarifas deben ser eficientes y cubrir los costos económicos de los servicios de bolsa básicos. El incentivo a fijar tarifas razonables proviene en este caso de la revisión de partes informadas.

La autorregulación no sería una innovación. Por ejemplo, a esta altura hay experiencia con las sociedades de apoyo de giro bancario, las que se autorregulan siguiendo pautas dictadas por la Superintendencia de Bancos, el Banco Central y el Honorable Tribunal de la Libre Competencia¹⁵.

Los corredores fijan las tarifas de la bolsa En la medida que la participación en las transacciones de todos los corredores sea considerablemente más grande que la participación en la propiedad de la bolsa, es posible delegarles la fijación de los derechos de bolsa. En esta variante, los corredores contratan al tercero independiente, y la bolsa revisa el estudio. Los conflictos son zanjados por la Superintendencia o, mejor aun, un panel de expertos independientes. El incentivo, en este caso, es que a los corredores les interesa que los derechos sean lo más bajos posibles. La expropiación de los accionistas de la bolsa se evita porque las tarifas deben ser suficientes para otorgar una rentabilidad normal.

Una bolsa alternativa Una tercera posibilidad es obligar a la bolsa a cerrar un acuerdo con una bolsa extranjera tal que, por tarifas conocidas, todas las transacciones locales puedan ejecutarse en la bolsa extranjera. Esta posibilidad es interesante, aunque qué tan práctica sea, tanto económica como legalmente, es cuestión que debe estudiarse.

¹⁵ Por ejemplo, véase el avenimiento entre Transbank y la Fiscalía Nacional Económica del 5 de abril de 2005; la sentencia N° 29/2005, del 12 de septiembre de 2005 del Honorable Tribunal de Defensa de la Libre Competencia; la circular N° 3209 del 20 de diciembre de 2002 de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras; y el capítulo III.J.1. del Compendio de Normas Financieras del Banco Central. .

Cinco principios para desarrollar el mercado bursátil

Guillermo Larrain¹⁶
Superintendente de Valores y Seguros

El mercado bursátil chileno juega un rol relevante en la economía chilena pero puede ser un actor mucho más importante aun en el desarrollo del país. Para ello, es necesario hacer reformas importantes. La siguiente propuesta, que toma selectivamente elementos desarrollados en los capítulos anteriores, propone cinco principios que debieran guiar una reforma a nuestro mercado bursátil. Lo que la propuesta contiene es un rayado de cancha mínimo para que, en un proceso posterior, los actores relevantes lleguen a un acuerdo satisfactorio para todas las partes.

Una característica del rayado de cancha propuesto es que para moverse en su interior *no es necesario llevar a cabo reformas legales*. Desde la aprobación de la segunda reforma a los mercados de capitales en 2006 los elementos legales mínimos para echar a andar una reforma dentro de los parámetros sugeridos en este documento están vigentes. Esto quiere decir que la propuesta aquí presentada toma como dadas las facultades y obligaciones legales de la Superintendencia de Valores y Seguros y de las bolsas. En consecuencia, el documento señala los énfasis a partir de la situación actual dentro de dicho marco legal.

Sin necesidad de nuevas reformas legales, para llevar a cabo modificaciones como las señaladas es indispensable movilizar y coordinar decisiones públicas y privadas, lo que fundamentalmente se requiere es voluntad y liderazgo.

Principio 1: Un mercado unificado más eficiente

En un país pequeño como Chile es difícil explicar que existan tres centros bursátiles donde se transan fundamentalmente los mismos activos, sin ninguna especialización. En este contexto, la competencia entre centros bursátiles que transan los mismos valores *corre el riesgo* de transformarse en una competencia por quién pone estándares de transacción menos exigentes.

Bajo ciertas condiciones la unificación del mercado bursátil permitiría *avanzar hacia mercados más eficientes* si se trabaja en aglomerar liquidez, mejorar la ejecución de órdenes y homogeneizar los estándares. La unificación del mercado puede ser sujeto de matices, siendo una posibilidad la interconexión completa de las bolsas y otra la fusión de las mismas.

¹⁶Economista de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Doctor en Economía de la Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (EHESS) de París.

1. Aglomerar liquidez

Los mercados bursátiles en Chile son relativamente ilíquidos. En alguna medida, la liquidez se encuentra dispersa entre centros bursátiles. La unificación del mercado implica la aglomeración de liquidez en un solo centro lo que mejora las condiciones para transar en él.

2. Mejor ejecución de órdenes

- a. Mejor formación de precios. La esencia de una bolsa es crear condiciones para que el mismo activo tenga un solo precio. Hoy en Chile el mismo activo puede tener tres precios, uno por centro bursátil. En parte esto es producto de una imperfecta interconexión entre las bolsas.

Por su parte, la mejor formación de precios resulta también de la aglomeración de la liquidez mencionada previamente.

Mejorar la formación de precios es un objetivo principal para la modernización del mercado pues otorga

- (i). Más transparencia hacia el público
- (ii). Más equidad entre participantes
- (iii). Mayor eficiencia

- b. Menores costos de transacción. Los costos asociados a una transacción fundamentalmente se reducen a un derecho de bolsa, una comisión de intermediación y un costo de búsqueda. El mercado unificado debiera minimizar esta tríada.

3. Homogeneización de estándares

Si bien las diferencias de estándares son hoy en día un tema acotado, un mercado unificado sirve para asegurar permanentemente la convergencia de estándares entre sus actores. Esto es particularmente importante para los corredores que pueden tener presencia en varios mercados, los que pueden enfrentar potencialmente dualidad de costos de supervisión e ineficiencias producto de la necesidad de cumplir diferentes estándares regulatorios.

a. Estándares homogéneos de regulación bursátil.

Las bolsas hoy tienen estándares distintos en algunas áreas, por ejemplo, en la constitución de garantías. Desde la perspectiva del público esto puede generar confusión y representa ineficiencias para el mercado en su conjunto.

b. Estándares homogéneos de supervisión bursátil.

Los estándares bursátiles puede variar entre bolsas por varias razones incluyendo diversos esfuerzos de monitoreo y supervisión que haga la bolsa. La unificación del mercado permite homogeneizar estándares lo que agrega eficiencia y transparencia al mercado.

La unificación del mercado es necesaria. La alternativa más directa para unificar los mercados es su interconexión. Desde la perspectiva regulatoria, la fusión de las bolsas puede ser viable en función de cómo ésta resuelva los problemas que se señalan más adelante.

Principio 2: Un mercado abierto, dinámico y competitivo

La contrapartida de la unificación de los mercados bursátiles es que debe ser un mercado abierto y competitivo. La necesidad de propender a un mercado abierto es más importante en Chile que en otros mercados unificados en el mundo porque el Estado obliga a transar en bolsa ya sea a algunos actores, las AFP, o por la necesidad de transar en bolsa como requisito para acceder a algunos beneficios tributarios (como la reciente excepción de ganancias de capital para bonos corporativos).

Un mercado unificado abierto además puede más fácilmente ganar su validación política y social. En la medida que el mercado esté más validado será más factible en el futuro poder efectuar las reformas necesarias para su adaptación a un entorno internacional cambiante y competitivo.

Para que el mercado bursátil sea más abierto, dinámico y competitivo que el actual es necesario que tenga tres características al menos:

1. **Un mercado donde ser accionista de la bolsa no sea una barrera a la entrada al negocio del corretaje bursátil.**

La necesidad de ser accionista para ser corredor representa una *barrera a la entrada ineficiente*. Un mejor diseño de las barreras a la entrada, por ejemplo incrementando los requerimientos de capital en función de los negocios en los que se pretenda ejercer la actividad bursátil, permitirá más competencia en el negocio de corretaje. Esto debiera generar condiciones para fomentar el ingreso de nuevos actores al corretaje.

Este Principio se puede lograr de dos formas *alternativas*:

- a. **Desmutualizar**, o sea, no hacer exigible la tenencia de acciones para ser corredor^{17,18}. En este modelo la posesión de acciones de la bolsa obedece a razones distintas de la necesidad ser accionista para poder servir de corredor. Para intermediar en la bolsa no se requiere ser accionista, sino cumplir los requisitos vigentes patrimoniales, de idoneidad, operacionales.
- b. **Facilitar el acceso a la propiedad de una bolsa** que podría seguir siendo mutualista. El problema hoy con la acción de la BCS no es tanto su alto valor sino su insuficiente liquidez. Si no se tiene una acción, no se puede ser corredor. Si se facilita el acceso a la propiedad de la acción, como se señala a continuación, el factor propietario deja de ser relevante, lo que no obsta a que existan muy estrictas condiciones para ser corredor. Esto se discute luego.

Tanto en el caso de la desmutualización como en el de la facilitación de acceso a la propiedad, es necesaria una redenominación de las acciones vigentes de manera que, por ejemplo, 1 acción antigua equivalga a 1 millón de las nuevas. Esto lograría dos cosas importantes:

¹⁷ Usualmente los procesos de desmutualización en el mundo consideran otras dos características: dar a la bolsa un objetivo de fin de lucro y la apertura al público del capital de la bolsa siendo su acción transada en la propia bolsa. En el caso de las bolsas en Chile, estas dos características ya existen formalmente.

¹⁸ Un esquema desmutualizado y con fin de lucro además debiera permitir un mayor dinamismo a la bolsa, facilitando la innovación y creación de nuevos negocios bursátiles. La evidencia internacional apoya esta idea.

- a. Los *accionistas actuales ganan inmediatamente liquidez* sobre la importante inversión que tienen quedando en libertad de enajenar las acciones no necesarias para participar. En ningún caso los titulares de las acciones estarían obligados a vender. Los accionistas actuales ganan además por el *mayor foco en el desarrollo de negocios* que tendría una bolsa desmutualizada potenciado, como veremos más adelante, por una redefinición de la autorregulación hacia el desarrollo de mercado.
 - b. Sin embargo es posible que, respecto de la situación actual, la liquidez de la acción suba, aún en el modelo mutualista, por lo que sería igual más fácil cumplir el requisito de propiedad.
2. El modelo de bolsa desmutualizada puede desarrollar nuevas áreas de negocio y contribuir de esta manera a tener un mercado más dinámico.

La naturaleza de este dinamismo reside en que, en contraste con la bolsa mutual, la bolsa desmutualizada tiene menos conflictos de interés al desarrollar negocios.

Al separar la propiedad de la bolsa de los requisitos para operar en ella, los corredores se transforman primordialmente en clientes de la bolsa más que en accionistas. La bolsa puede entonces desarrollar negocios, que potencialmente podrían interesar también a corredores individuales, pero cuyos servicios pueden ofrecerse a todos los corredores.

Por ejemplo, la Bolsa de Toronto ofrece un servicio básico de asesoría legal y financiera a empresas pequeñas que quisieran abrirse a la bolsa. Al ofrecerlo a la escala del mercado y no en función de la participación de mercado que tenga un determinado corredor, el servicio puede ofrecerse en las mejores condiciones de precio para el emisor.

Este servicio lo ofrece la bolsa porque ganará una comisión por la asesoría y el registro pero además por la liquidez de la acción. Por el contrario, un corredor al operar a una escala menor que la del mercado normalmente cobrará más por la asesoría, por lo que puede haber menos interés en usarla. Además, el corredor tiene menos incentivo a promover un sistema como el señalado porque solo recibe la comisión de asesoría y no los de registro y transacción. *La desmutualización puede dinamizar el mercado.* Pero para potenciar este efecto dinámico de la desmutualización, se propone más adelante reforzar esto con una redefinición de la autorregulación desde un énfasis en lo sancionador hacia lo normativo pro desarrollo del mercado.

- 3. En el caso de un mercado fusionado se requiere que exista la potencialidad de entrada de competidores al negocio bursátil. Esta potencialidad de entrada es la que brinda la necesaria disciplina de mercado para que la bolsa fusionada no abuse de su posición de privilegio por ser la única.

La amenaza de entrada debe ser real. Para ello, se requiere que las barreras a la entrada sean las mínimas estrictamente necesarias para el funcionamiento de mercados organizados alternativos. A esto lo llamamos un mercado *desafiante*.

Esto requiere, entre otras cosas:

- a. *Obligar a la interconexión* en línea de potenciales plataformas alternativas, por ejemplo formadas por corredores o bancos, *que cumplan los requisitos* puestos por la autoridad para funcionar. Estas plataformas podrían ser nuevas bolsas o simplemente *Alternative Trading Systems (ATS)*
- b. Interconexión con otros centros bursátiles internacionales donde se puedan transar los mismos valores que en Chile

Podría parecer contradictorio plantear que se instalen plataformas de transacción alternativas con el Principio que el mercado esté unificado. Esta tensión obedece a la necesidad de cumplir el Principio de que el mercado sea abierto. Tal tensión sin embargo se resuelve si se considera lo siguiente:

- La amenaza de plataformas alternativas *opera como un disuasivo* sobre los controladores de la bolsa: si abusan de su posición de plataforma única, fácilmente se puede establecer una plataforma alternativa. Esa amenaza debe ser suficiente para impedir el abuso de mercado. Si es suficiente, no sería necesario que existan en la práctica tales plataformas porque la bolsa no abusará de su posición.
- En segundo lugar, incluso si se creara una plataforma, ésta debiera estar interconectada obligatoriamente con la plataforma principal. O sea, el mercado consistente en la plataforma alternativa y la plataforma principal sería un mercado unificado. Esta interconexión potencial hace que la amenaza sobre la bolsa fusionada sea más fuerte aumentando su efecto disuasivo respecto del potencial abuso de mercado.

En definitiva, debemos aspirar a un modelo donde lo que determine las oportunidades para intermediar no sea la propiedad (de la acción de la bolsa en este caso) a un modelo donde lo que determina las oportunidades es más bien el mérito: cierto capital, idoneidad, curriculum,... pero no propiedad.

Principio 3: Un mercado seguro

El crecimiento del mercado en profundidad y tamaño, su potencial impacto sistémico y su mayor integración con los mercados internacionales requiere *eleva los niveles de seguridad* con los que opera el mercado bursátil.

Al respecto es necesario establecer las siguientes iniciativas:

- a) Liquidación de operaciones de valores en sistemas regulados por la SVS
Todas las negociaciones de valores deben ser liquidadas y compensadas en sistemas regulados por la SVS, incluyendo operaciones bursátiles y fuera de bolsa, originadas por intermediarios de valores o por otras entidades no reguladas por esta entidad. La SVS deberá establecer estándares mínimos de gestión de riesgo para estos sistemas. Debe existir una cámara de tipo contraparte central (CCP) para la compensación de operaciones de renta variable y derivados.

b) Reforzar los estándares a los intermediarios de valores para proveer servicios

- *Segmentar a corredores de acuerdo a las líneas de negocios* o actividades que desarrollen, imponiendo mayores requerimientos patrimoniales en función del número y riesgo de las actividades a desarrollar. Los corredores actuales que no cumplieren los requisitos anteriores no están obligados a vender sus acciones.
- En particular tratándose de la actividad de custodia de valores, sin perjuicio de los mayores requerimientos patrimoniales mencionados, los intermediarios de valores que lleven a cabo esta actividad deberán dar cumplimiento a requisitos adicionales.

Existen diferentes herramientas que deben considerarse para este fin, incluyendo mejoras en la inspección por parte de auditores externos, calidad de información clientes, uso de cuentas de mandantes en DCV y mejoramiento de la gestión de riesgo y controles internos. En general, el uso de la custodia de los valores de los clientes requerirá de definiciones claras y sanciones ejemplarizadoras.

Estas medidas reducirán el riesgo residual de todos los intermediarios de valores. La compensación y liquidación de operaciones en sistemas más seguros y eficientes reduce la exposición de los intermediarios de valores y sus clientes a riesgos asociados a la liquidación de valores. La segmentación y reforzamiento de las condiciones de prestación de servicios por parte de los intermediarios, implica intermediarios más seguros y confiables, de paso permitiendo la especialización y la búsqueda de nichos.

La reducción del riesgo residual es particularmente *beneficiosa para los intermediarios más pequeños*. El menor riesgo fruto de la mejor administración y mitigación de riesgos financieros debe influir en la disposición de los proveedores de recursos, bancos e inversionistas, para mejorar las condiciones de financiamiento para estos intermediarios.

Principio 4: Un mercado con un nuevo esquema de autorregulación

Digresión previa: ¿qué es la autorregulación?

La crisis actual ha puesto en tela de juicio la autorregulación como concepto, pero ello se debe a la confusión que existe entre autorregulación con otros dos conceptos totalmente distintos: autodeterminación y desregulación.

La autorregulación se refiere a un proceso mediante el cual conjunto de entidades sin relaciones jerárquicas entre ellas, por ejemplo, las empresas dentro de una industria, que delegan funciones regulatorias y/o de supervisión que las afectan en una entidad independiente, gobernada por un cuerpo directivo nombrado por los miembros de la industria.

Un conglomerado económico, o una empresa, no es autorregulado porque sus decisiones de interacción no son entre participantes de igual jerarquía: el controlador dictamina las relaciones económicas al interior del conglomerado y fija las reglas. Un conglomerado o una empresa se *autodetermina*.

Pedir a las empresas que se hagan cargo de ciertas materias, por ejemplo del control de riesgos financieros desarrollando modelos propios, no es promover la autorregulación en la medida que no haya un órgano común que les imparta regulaciones sobre cómo hacerlo. Si cada empresa lo hace de la forma que mejor le parece, esto se denomina *desregulación*. La desregulación es el proceso de reducir la carga regulatoria pública favoreciendo la autodeterminación de las empresas. *Autorregulación es un concepto distinto de desregulación.*

La entidad autorreguladora no es cualquier entidad. Debe ser transparente y rendir cuentas ante sus mandantes y el regulador. En la medida que la entidad autorreguladora lo sea de un mercado unificado, entonces la transparencia y rendición de cuentas también deben alcanzar al público general.

La transparencia y rendición de cuentas ante los mandantes son necesarias para garantizarles neutralidad en sus procesos y decisiones. La acción del regulador sobre el autorregulador también sirve para garantizar dicha neutralidad. Respecto del público y de los reguladores, además de lo anterior, se requiere por los impactos indirectos sobre terceros que puede tener su accionar; en particular, la entidad autorreguladora no se puede constituir en la instancia de cartelización de la industria.

Así, no cualquier entidad que se dice autorreguladora lo es.

Hacia una renovada y fortalecida autorregulación

Desde hace dos años, la Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa Electrónica de Chile han creado un Comité de Autorregulación. Si bien su experiencia ha sido satisfactoria y se han logrado avances importantes, la lógica con que ha sido diseñado todavía puede optimizarse. El Comité tiene limitaciones tanto en el plano de las atribuciones que le han sido delegadas como en el plano de su autonomía presupuestaria. El mercado bursátil chileno requiere un nuevo fortalecimiento de la autorregulación.

La autorregulación bursátil, puede adoptar tres enfoques:

- *autorregulación normativa*: la entidad desarrolla normas que desarrollan el mercado, productos, modos de transacción, etc.
- *autorregulación supervisora*: la entidad fiscaliza la situación de los corredores respecto del cumplimiento de la normativa bursátil
- *autorregulación sancionadora*: la entidad verifica el cumplimiento de las normas entre los participantes y aplica sanciones a éstos si son vulneradas.

En Chile la autorregulación ha tomado fundamentalmente la perspectiva sancionadora. No obstante los evidentes progresos realizados, este enfoque tiene en la práctica restricciones importantes: las limitadas facultades que el Comité de Autorregulación ha recibido y su carencia de autonomía presupuestaria son las principales.

El problema de la sanción entre pares

Adicionalmente, tras la dificultad de desarrollar satisfactoriamente una autorregulación sancionadora subyace la dificultad que implica la imposición de sanciones entre pares.

Esto, que es un desafío en cualquier parte, en Chile lo es más dada la relativamente alta homogeneidad social de los participantes de la industria bursátil y la percepción de prevalencia de relaciones sociales cotidianas entre sus miembros. No se puede descartar además, que una estructura autorreguladora de tipo sancionador en estas condiciones constituya una suerte de barrera a la entrada “sociológica” que dificulte la participación de personas sin pertenencia a dicho grupo, por ejemplo, de potenciales corredores de regiones.

Autorregulación pro-desarrollo normativo

En este contexto, se plantea que el nuevo mercado bursátil contemple un cambio de énfasis de la autorregulación en Chile *desde uno sancionador* a uno de fiscalización y, fundamentalmente, de desarrollo normativo.

Respecto de la supervisión de mercado, las bolsas han demostrado profesionalismo en el seguimiento de los casos más complejos que les ha tocado vivir en los últimos años por lo tanto la propuesta es no innovar en esta materia.

Hacer reposar en mayor medida el desarrollo normativo en la autorregulación bursátil tiene ventajas:

- a. *acerca el aparato normativo* a las necesidades del mercado y, en particular, a las de desarrollo estratégico de la bolsa desmutualizada. El sector privado puede tener ventajas comparativas respecto del sector público en el desarrollo normativo producto de su mayor cercanía con las necesidades del mercado. Por el contrario, en un país como Chile, el sector público tiene ventajas comparativas en ejercer más cabalmente la función *cumplimiento* de la regulación.
- b. Respecto de los aspectos financieros de la autorregulación, la probabilidad de que la bolsa subinverta en autorregulación normativa es menor que la probabilidad de subinvertir en materia sancionadora por la sencilla razón que la autorregulación normativa es también fuente de ingresos para la bolsa mientras que la autorregulación sancionadora es fundamentalmente un centro de costo.

En cuanto al desarrollo normativo, para que la autorregulación funcione adecuadamente es necesario que el mercado unificado

- adopte un único comité de autorregulación a nivel nacional con vocación desarrollista,
- que el desarrollo normativo se haga de manera transparente y participativa hacia el mercado abierto y el regulador,
- con adecuada rendición de cuentas respecto de las decisiones que tome y
- con debido reguardo de los conflictos de interés que aparezcan.

Regulación y autorregulación

Evidentemente y siguiendo las mejores prácticas internacionales, plantear reformular la autorregulación de esta manera no obsta a que la SVS mantenga su capacidad normativa y ciertamente refuerce su capacidad supervisora y sancionadora tanto de las leyes y normas estatales como de las normas que se dote el autorregulador.

Asimismo, la compatibilidad de las normas emitidas por el autorregulador con las leyes y normas administrativas debe ser verificada por la SVS, tal como lo señala el Principio No. 7 de IOSCO respecto de los organismos autorreguladores.

Principio 5: Un mercado con altos estándares de gobierno corporativo

El mercado unificado y abierto debe dotarse de un gobierno corporativo de excelencia, en el sentido estricto de que *su diseño resuelva adecuadamente a los conflictos de interés* que aparecen.

Hay dos elementos contradictorios que considerar:

- desde la perspectiva de la eficiente administración de la bolsa, una propiedad difusa como la actual y/o la que tendría la bolsa desmutualizada conlleva un problema de agente-principal tradicional. Por ello, es deseable promover un adecuado ejercicio del control de la operación.
- desde la perspectiva de los conflictos de interés en la actividad bursátil y habida cuenta de la necesidad de representar a los terceros usuarios del mercado unificado, una forma de mitigarlos es mediante la presencia de directores independientes.

Los *conflictos de interés* potenciales que se pueden presentar en función del modelo de desmutualización que se tome tienen relación con:

- a. **El mandato del negocio y el mandato regulatorio**, vinculado a la decisión de actuar en beneficio de los accionistas maximizando valor versus en beneficio del interés público, dado que la actividad de autorregulación es un centro de costo para la bolsa;
- b. **La administración de la regulación**, las decisiones administrativas que toma la bolsa pueden afectar los intereses de miembros, clientes y operadores específicos;
- c. **La regulación de competidores**, asociado a la facultad de supervisión de la bolsa sobre un miembro, cliente o emisor que compite con los servicios provistos por la propia bolsa;
- d. **Listarse en su propio mercado**, la bolsa debe evaluar si ella misma cumple los estándares requeridos para listarse e investigar prácticas irregulares en la transacción de sus propios títulos.

Existen diversas formas de hacer frente a la presencia de conflictos de interés en el marco de la autorregulación bursátil.

La primera es transferir la autoridad autorregulatoria a otra entidad autónoma que no tenga ese específico conflicto, como la propia SVS o una entidad privada separada e independiente de la bolsa, como FINRA en Estados Unidos o BSM en Brasil.

La segunda es una combinación de (a) mecanismos de gobierno corporativo en la bolsa que se hagan cargo del manejo de estos conflictos y (b) un tipo de regulación y supervisión del ente regulador *inversamente proporcional a la calidad de dicho gobierno corporativo*.

El gobierno corporativo de las bolsas desmutualizadas podría considerar la presencia de directores independientes en el directorio, la constitución de *comités de regulación y supervisión*, restricciones a la concentración accionaria, entre otras.

La forma más eficiente para mitigar los conflictos de interés dependerá del modelo específico de desmutualización y autorregulación que se adopte, de manera que no existe una solución única a estos desafíos.

Esto sugiere, *entre otros*:

- a. Estudiar la viabilidad de regular la dispersión de la propiedad. Hoy la Ley contempla que los corredores no pueden tener más de un 10% de la bolsa. Esta norma podría extenderse a cualquier inversionista, tanto de forma directa como indirecta.
- b. El Directorio de la bolsa unificada debiera contar con un cierto número de directores independientes que *representen los intereses de los usuarios del mercado*. Estos deben ser profesionales de reconocido prestigio *electos por los accionistas* pero sin que estén asociados a las entidades que los eligieron. El número de estos directores independientes debiera ser *al menos 2/7*.
- c. La autorregulación debe tener un gobierno corporativo, atribuciones y recursos suficientes para ejercer su rol a cabalidad. En particular, es indispensable que su estructura de garantías de independencia de intereses particulares a todos los participantes. Es posible plantear un *trade off* entre calidad del gobierno corporativo de la entidad autorreguladora con el grado de iniciativa que la SVS le reconozca a dicha entidad.