



Proyecto Normativo

Valores de Presencia Bursátil

septiembre 2019

Contenido

I.	Introducción	2
II.	Objetivo de la Propuesta Normativa	3
III.	Diagnóstico	3
IV.	Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales.....	6
V.	Jurisdicciones Extranjeras	6
	A. Unión Europea - Alemania	6
	B. Canadá.....	8
	C. Colombia	9
	D. Estados Unidos.....	9
	E. México	10
	F. Perú.....	11
VI.	Marco Regulatorio Vigente	12
VII.	Propuesta Normativa.....	14
	Contenido de la Propuesta	19
VIII.	Análisis de Impacto	22
ANEXOS		24

I. Introducción

Existen distintas regulaciones que emplean la condición de presencia bursátil como medida para diferenciar entre instrumentos que cuentan con un mínimo de liquidez y una adecuada formación de precios. Entre las regulaciones más relevantes están: la normativa que define los valores representativos de reservas técnicas de las compañías de seguros (liquidez y formación de precios)¹; la normativa que regula las adquisiciones de acciones de propia emisión (formación de precios)²; reglas de determinación del valor a pagar a los accionistas por derecho a retiro (formación de precios)³, ciertos beneficios tributarios establecidos en la ley sobre impuesto a la renta D.L. N° 824 (formación de precios)⁴, la definición de instrumentos líquidos para fondos mutuos (liquidez).

La definición de valores de presencia bursátil tiene su origen en el Decreto Ley N°1.328 de 1976, que exigía que la inversión de los fondos mutuos se realizara en acciones de sociedades anónimas abiertas y otros títulos ***“de transacción bursátil”***, expresión a partir de la cual el Reglamento de esa ley precisó que cada vez que en las disposiciones legales o reglamentarias a acciones, título o, en general, valores de transacción o de cotización bursátil se entenderá por tales ***“a aquellos que considerando el volumen, periodicidad, número y diversificación de quienes participen en ellas como cedentes, adquirentes u oferentes, cuantía u otras circunstancias semejantes relativas a sus transacciones o cotizaciones, sean considerados como tales por la Superintendencia.”***

En virtud de esa disposición reglamentaria, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió la Circular N°481 de 1985, que estableció que, para cumplir esa condición, las acciones debían: estar inscritas en el Registro de Valores, registradas en una bolsa de valores del país y tener una presencia ajustada igual o superior a 15%. Para esos efectos, la presencia ajustada se debía calcular como el porcentaje de días que la acción transó diariamente al menos 80 unidades de fomento (UF) dentro de un período de 60 días hábiles bursátiles. Es decir, para contar con la condición de transacción bursátil, las acciones debían tener en 9 días de 60 móviles, transacciones por al menos 80 UF cada uno de esos 9 días.

Posteriormente, hacia el año 2000, mediante la ley N°19.705, que reguló las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) y estableció régimen de gobiernos corporativos, se introdujo en la ley N°18.045 el concepto de presencia bursátil, señalándose que sería la Superintendencia de Valores y Seguros la que determinaría las condiciones mínimas que debían cumplir las acciones para ser consideradas ***“con presencia bursátil”***. Además, se precisó en la ley que de la aplicación de estas

¹ Artículo 23 del DFL N°251

² Artículo 27 A de la ley N° 18.046

³ Artículos 130 y 132, Reglamento de la Ley N°18.046

⁴ Disponible en <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=6368>

instrucciones no podía resultar que quedaran excluidas sociedades en las cuales pudiere invertir un fondo mutuo.

A partir de la reforma antes descrita, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió la Norma de Carácter General N°103 de 2001, que estableció los requisitos para que una acción pudiera considerarse ***“con presencia o de transacción bursátil”***. Tales requisitos fueron que la acción estuviera inscrita en el Registro de Valores, registrada en una bolsa de valores nacional y que, dentro de 180 días hábiles bursátiles, al menos se hubiesen transado 200 UF diariamente por 45 días.

Finalmente, en el año 2011, la Ley N°20.552 introdujo en la Ley N°18.045 la definición de ***“valores de presencia bursátil”***, estableciendo que serán aquellos que cumplan los requisitos que para ese efecto haya señalado la Superintendencia de Valores y Seguros, respetando los mínimos definidos en la propia ley.

En el marco de esa disposición legal, se emitió la Norma de Carácter General N° 327 de 2012, la que se trata en la Sección VI del presente informe

II. Objetivo de la Propuesta Normativa

La presente propuesta normativa tiene como objetivo actualizar los requisitos establecidos para que un valor sea considerado de presencia bursátil en la NCG N°327 de 2012, teniendo en consideración los cambios en las condiciones de mercado y conductas de los actores del mismo que se hubieren producido en los últimos 6 años.

Las modificaciones propuestas intentan compatibilizar adecuadamente los distintos usos que en el marco jurídico vigente se dan al concepto de “presencia bursátil”, y la certeza jurídica que requieren los agentes del mercado para tener claridad respecto de los beneficios, costos y riesgos de invertir en determinados mercados e instrumentos.

III. Diagnóstico

Evolución general del mercado

Si se analizan los montos diarios transados en unidades de fomento en las bolsas de valores en los últimos 8 años (ver gráfico N°1 de los Anexos), se puede observar que, si bien hay momentos en que se producen saltos en los montos transados y que hacia los años 2015 y 2016 se observan menores montos transados, en términos generales el volumen transado diariamente en acciones de sociedades anónimas, no ha variado significativamente.

Ese mismo fenómeno se puede observar si se tiene en consideración el número de sociedades anónimas listadas en bolsa para el mismo período, en que ese número ha fluctuado en torno a las 220 sociedades (entre 230 y 210 sociedades).

Por el contrario, el número de corredores de bolsa ha disminuido significativamente en ese mismo período, pasando desde un máximo 48 entidades hacia fines del 2013, a 33 en el 2019.

Si bien la eventual explicación de este último fenómeno trasciende el presente proyecto normativo, es un elemento relevante a tener en consideración en cuanto a que se ha ido reduciendo el número potencial de actores que está autorizado a prestar el servicio de *Market Maker* y si ello está explicado por una disminución de los márgenes de operación, encarecer esa figura excesivamente mediante mayores exigencias puede redundar en una menor o nula oferta de ese servicio.

Evolución de los instrumentos con presencia

Si se analizan los montos diarios transados por instrumento para determinar el número diario de acciones que transaron por rango de monto diario negociado, se puede observar algún grado de fragmentación del mercado entre emisores líquidos y emisores poco líquidos. Ello, por cuanto las dos agrupaciones con mayor número de acciones corresponden a los dos extremos de la distribución. Es decir, del universo de acciones que transaron en bolsa en el período revisado, sólo un 10% de esos instrumentos presentó transacciones entre 1.000 y 11.000 unidades de fomento, mientras que un 35% transó menos de 1.000 unidades de fomento y un 40% más de 11.000 unidades de fomento. Situación que se ha mantenido, en términos generales, constante desde el año 2011 y hasta el 2019.

A su vez, si se analizan los montos totales transados sobre la base de esa misma agrupación de acciones por rango de monto negociado, se observa que ese 40% de emisores más transado, negocia en promedio el 97% de los montos totales diariamente.

Ese fenómeno puede explicar el hecho que el número de acciones con presencia bursátil⁵ medido por criterio de transacciones se haya mantenido relativamente constante, presentando una leve disminución (pasando de 70 a 60 acciones desde 2012 y hasta el 2019 (ver gráfico N°3).

Evolución de los *Market Maker*

De la revisión del número de contratos de *Market Maker* celebrados en el período analizado, se observa un incremento sostenido⁶ de prestadores de ese servicio desde el 2012 a la presente

⁵ Cifra aproximada tomando como referencia las condiciones actualmente exigibles para que la acción tenga presencia (1000 UF diarias, a lo menos 45 de 180 días, condiciones que han cambiado a lo largo del período analizado).

⁶ Con excepción de las cuotas de fondos mutuos, en que se observa una baja y decreciente participación.

fecha, tanto en el tipo de instrumentos para el cual se celebraron contratos, como en el número de actores que estuvieron dispuestos a asumir la calidad de *Market Maker*. Ese incremento, se dio en mayor medida en la industria de fondos de inversión, que pasaron de 22 contratos a 242 a junio de 2018. A su vez, aumentaron de 10 a 15 los intermediarios que celebraron contratos de *Market Maker*.

En las reuniones sostenidas con participantes del mercado se constataron los siguientes beneficios que habría traído el establecimiento de la figura del *Market Maker* (N.C.G. N°327):

- a) La certeza tributaria y jurídica respecto a la condición de presencia bursátil para efectos de los diversos usos que se da en la legislación (precio a pagar por derecho a retiro, carga tributaria, objeto de inversión de fondos, etc.). Ello, por cuanto se vincula el cumplimiento de dicha condición a la sola existencia del contrato de *Market Maker*, lo que permite al inversionista conocer de manera cierta en qué categoría de valor estará invirtiendo y la carga tributaria que tendrá esa inversión.
- b) La posibilidad que da al intermediario de ofrecer servicios adicionales al emisor que lo contrata como *Market Maker*, como por ejemplo ofrecer actuar como Sponsor⁷ de la entidad, realizando reuniones periódicas con los inversionistas en las que entrega información técnica sobre la misma.
- c) La eliminación de desincentivos a invertir en sociedades que se abren a bolsa, por cuanto con el *Market Maker*, el inversionista conoce el régimen tributario y el hecho que existirá un agente en el mercado que estará obligado a adquirir un determinado monto de las acciones con un spread máximo de precios.
- d) Permitir a las sociedades que se abren a bolsa y a las que no cuentan con presencia por la vía de la transacción efectiva, adquirir la condición que permite a ciertos inversionistas institucionales participar en su propiedad sin incumplir límites legales o perder beneficios tributarios que están vinculados con la condición de presencia bursátil.

Además, se tomó conocimiento que existieron situaciones no contempladas en la normativa y en las que se hizo necesario poner término anticipado a los contratos por circunstancias ajenas al emisor y al intermediario como la materialización de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, lo que redujo el número de acciones en circulación haciendo más compleja, o incluso inviable, la función del *Market Maker*.

⁷ Entidad generada por la normativa bursátil y que tiene por finalidad que el emisor cuente con el apoyo de una empresa con experiencia en procesos de colocación, para la comercialización y colocación de los instrumentos, como para las reuniones que periódicamente se sostienen con inversionistas para explicar la evolución de la empresa.

IV. Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales

La materia que motiva la presente normativa surge de una solución regulatoria particular de nuestro mercado que, en general, no ha sido observada a nivel internacional⁸. No obstante lo anterior, y con el objeto de conocer la existencia de recomendaciones emitidas por organismos internacionales respecto del diseño de políticas públicas que tengan por finalidad establecer las condiciones que deben cumplir los *Market Maker* se revisaron los documentos emitidos por OECD, IOSCO y ESMA.

De la revisión realizada se observó que más que referirse a los parámetros que resultaría pertinente establecerles en términos de spread máximos, magnitud de las puntas de compra o venta o tiempos de exposición de las mismas, los organismos internacionales se centran en destacar los beneficios que la figura del *Market Maker* tiene para el mercado y criterios que se deben incorporar para la prevención de potenciales conflictos de interés en esos actores.

V. Jurisdicciones Extranjeras

Con el objeto de determinar si en otras jurisdicciones se han establecido regulaciones que permitan distinguir entre valores líquidos e ilíquidos, que tengan por finalidad definir reglas de operación que deben cumplir los *Market Maker* o que apunten a medidas de liquidez para una adecuada formación de precios, se revisaron los marcos jurídicos de distintos países.

A. Unión Europea - Alemania

En el caso de la Unión Europea, la Directiva 2014/65/EU, conocida como MIFID II, en sus artículos 17 y 48, establece ciertas reglas generales que son aplicables a quienes actúen como *Market Maker* mediante algoritmos automatizados. Dada la importancia que tienen estos actores en términos de la provisión de liquidez para el funcionamiento ordenado y eficiente de los mercados, se requiere que estos sean regulados por los centros de negociación⁹ y que celebren convenios con éstos para establecer las obligaciones que deben cumplir en el marco de ese rol¹⁰. Esa directiva, fue complementada mediante la *Commission Delegated Regulation* (Eu) 2017/578, en lo que respecta a los convenios que deben suscribir los *Market Maker*.

⁸ Cual es, distinguir entre acciones líquidas e ilíquidas para efectos de cálculo del precio de derecho a retiro, de reglas de tributación, de límites de inversión o de cálculo del premio por control, entre otras situaciones. Un modelo similar fue observado en el marco jurídico peruano.

⁹ Sistemas organizados de contratación como plataformas en las que se negocian bonos, productos financieros estructurados, derechos de emisión y derivados y que son gestionadas por sociedades o agencias de valores (empresas de servicios de inversión) o por un organismo rector de un mercado regulado.

¹⁰ Apreciación contenida en la nota (113) del mensaje de la directiva.

En particular, en su artículo 2, se establece el contenido mínimo del contrato, exigiéndose que especifique:

- Las obligaciones mínimas que deberá cumplir el *Market Maker* en términos de presencia, tamaño y spread.
- Se requiere al menos la publicación de cotizaciones simultáneas de compra y de venta de magnitud equivalente, a precios competitivos y durante al menos el 50 % del horario diario de negociación, por jornada de negociación, con exclusión de las subastas de apertura y cierre.

A su vez, los artículos 3 y 4 de esa regulación delegada, contemplan circunstancias excepcionales en que el *Market Maker* podrá incumplir esas obligaciones, las que tienen relación con circunstancias anormales de los mercados o imposibilidad de operar por parte de aquél.

En el marco de las citadas regulaciones, la Bolsa de Valores de Frankfurt, Alemania, (Börse Frankfurt), para su plataforma electrónica de negociación, denominada “Xetra”, estableció un conjunto de exigencias que deben cumplir quienes pretendan convertirse en *Market Maker* o en *Designated Sponsors*:

- Separó los instrumentos en grupos según su *Xetra Liquidity Measure* (XML)¹¹, categorías A (acciones más líquidas – 100bps de spread o menos, y rotación del libro igual o superior a 2.5 millones de Euros) y B (acciones menos líquidas, que se subdividen en 3 grupos).
- Las acciones ilíquidas sólo se pueden transar en subastas continuas si tienen al menos 1 *Designated Sponsor*. De lo contrario, sólo se transan por medio de subastas en el Xetra Frankfurt Specialist Model.
- Entre los requisitos mínimos que debe cumplir el *Market Maker* se encuentra el contar con al menos un 50% de presencia durante la negociación, un spread máximo y un volumen mínimo de cotización que no puede exceder del 50% de diferencia entre los valores ofrecidos para compra y aquellos ofrecidos para la venta.
- Los *Designated Sponsor* tienen requisitos mayores que los *Market Maker*, los que incluyen una presencia obligatoria del 80% para los ETF y 90% para las acciones. El spread máximo y el volumen de cotización mínima exigida, dependerá del nivel de liquidez del instrumento.

El spread máximo exigido es equivalente para los *Market Maker* y los *Designated Sponsor*:

Precio del valor	LC 1	LC 2	LC 3	LC 4
≥ 8 €	2,5%	4%	5%	5%
< 8 €	Min { 0.2 €; 10% }	Min { 0.32 €; 10% }	Min { 0.4 €; 10% }	Min { 0.4 €; 10% }
< 1 €	0.1 €	0.1 €	0.1 €	0.1 €

¹¹ Medida de liquidez que se calcula sobre la base de los costos implícitos de transacción, como consecuencia de la rotación del libro de órdenes.

En el caso del tamaño mínimo de oferta, esta es exigida solo para el *Designated Sponsor*:

	LC 1	LC 2	LC 3	LC 4
Cotización mínima	20.000 €	15.000 €	10.000 €	-

B. Canadá

Si bien, en ninguna de las legislaciones aplicables al mercado de valores de las distintas provincias de Canadá se observó la existencia de *Market Maker*, la Toronto Stock Exchange (TSX) implementó una modalidad de contribución de liquidez para las acciones listadas en ese mercado, mediante una guía dirigida a quienes quisieran postular a ser asignados como *Market Maker* de acciones particulares por ese mercado¹².

Para ello, la TSX dividió los instrumentos según su liquidez, entendida como el valor diario promedio transado dentro del período de 12 meses anteriores a la fecha de cálculo (ADV), en 13 niveles, de los cuales los 3 primeros son para las más líquidas (más de 1 millón de dólares canadienses en ADV) y diez niveles para las menos líquidas (ADV inferiores a 1 millón de dólares canadienses). Además, para efectos de asegurarse que todos los instrumentos cuenten con liquidez, la TSX establece la relación máxima que debe existir entre *Market Maker* asignados a acciones líquidas respecto de los asignados a las ilíquidas. A la presente fecha esa relación es de 1 a 4. También estableció un porcentaje máximo de concentración de cada *Market Maker* por acción, que a esta fecha es de 35%, es decir, ningún *Market Maker* puede concentrar más del 35% de los instrumentos asignados para tenencia del *Market Maker*, y un número mínimo de acciones asignadas (que a la misma fecha es de 50).

Para efectos de elegir a quienes actuarán como *Market Maker*, la TSX exige que postulen indicando el spread comprometido, el porcentaje de tiempo que estará dentro de las mejores ofertas vigentes (NBBO) y el tamaño de esas mejores ofertas (TOB). No obstante, la guía contempla un anexo con los niveles de servicio mínimo, en el que los dos primeros grupos de las acciones más líquidas, tienen un 1% y 3% máximo de spread, un 90% de tiempo NBBO y 25 mil y 20 mil dólares canadienses de tamaño TOB.

La guía de *Market Maker* contempla la posibilidad que la entidad pueda dejar temporalmente de actuar como tal ante circunstancias excepcionales y que pueda renunciar al rol, esto último, siempre que dé aviso por escrito a la TSX con al menos 60 días de antelación.

¹² <https://www.tsx.com/ebooks/en/market-making/#zoom=z>

C. Colombia

El artículo 2.9.17.1.1 y siguientes (Título 17 del Libro 9 de la Parte 2), del Decreto Único 2555, regula a los Formadores de Liquidez del Mercado de Valores, dejando las condiciones de actuación de esos actores sujeta a la regulación de la Superintendencia Financiera de Colombia. Además, dicho decreto requiere que la entidad celebre un contrato que contenga las menciones mínimas establecidas en Artículo 2.9.17.1.3 si la actuación del formador de liquidez se realiza empleando fondos provenientes del emisor.

Ni el decreto ni la regulación emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia establecen montos mínimos, spreads máximo o vigencia de las ofertas de compra y venta que debe mantener el formador, sino que delega esas definiciones a la propia bolsa o al contrato celebrado por el formador de liquidez, y se centra más bien en la resolución de ciertas prácticas de las que podrían surgir eventuales conflictos de interés.

Conforme a la regulación que estableció para esos efectos la Bolsa de Colombia, el formador de liquidez debe mantener de manera simultánea al menos 1 oferta de compra y de venta durante la sesión de mercado abierto. Los montos mínimos de esas ofertas, así como el spread máximo, son definidos para cada instrumento mediante comunicación por la bolsa.

D. Estados Unidos

La figura de *Market Maker* está regulada por la *Securities Exchange Act* de 1934 y la Regulación 240.11b-1, la que no hace mención a exigencias particulares en relación a las condiciones bajo las que debe operar esa entidad¹³, delegando esa regulación a las bolsas de valores.

En el caso de la *Chicago Stock Exchange*, la regulación de los *Market Maker* está contenida en el artículo 16 de su reglamento. En particular, en la Rule 4, literal d), se establecen las condiciones que debe cumplir la entidad como tal. Dentro de esas condiciones se señala que debe mantener simultáneamente una oferta de compra y de venta por al menos 100 acciones, con un spread que no puede superar el Porcentaje Designado. Este porcentaje, corresponde a 8% para valores sujetos a la Rule 2A(c)(1)(A) del Artículo 20¹⁴, 28% para valores sujetos a la Rule 2A(c)(1)(B)¹⁵ de ese artículo, y 30% para los demás (Rule 2A(c)(1)(C)¹⁶). En circunstancias excepcionales el *Market Maker* puede dejar de actuar como tal y puede renunciar a su calidad dando aviso por escrito con al menos un día de antelación a ese hecho.

¹³ Salvo las exigencias de capital mínimo necesario para ello.

¹⁴ Valores incluidos en el S&P 500® Index, Russell 1000® Index, y ciertos Exchange Traded Products (“ETPs”);

¹⁵ Tier 2 NMS stocks with a price equal to or greater than \$1

¹⁶ Tier 2 NMS stocks with a price less than \$1

En el caso de la *New York Stock Exchange*, los *Market Maker* están regulados por la sección de la *Rule 7* de su compendio de normas nacionales. En particular, las obligaciones de operación están contenidas en la *Rule 7.23*, las que no difieren respecto de las establecidas por la *Chicago Stock Exchange*.

E. México

La Ley de Mercado de Valores¹⁷ de México autoriza a las casas de bolsas para proporcionar el servicio de “formadores de mercado” respecto a los valores; y define que es responsabilidad de las bolsas de valores el definir en su reglamento interno las reglas de operación que deberán seguir quienes proporcionen dicho servicio¹⁸.

Las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores¹⁹ requiere que las bolsas de valores establezcan como requisito para emisores que pretendan listarse en una bolsa de valores y que no coloquen entre accionistas minoritarios al menos el 12% del capital social, deben contratar *un Market Maker*²⁰.

Por su parte, con el fin de definir las reglas de operación que deberán regir a los formadores de mercado, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) establece en su reglamento interno²¹ las obligaciones de los formadores de mercados, entre las que se mencionan las características que debe tener el contrato de suscripción de servicios entre la casa de bolsa y el emisor, las que consideran:

1. Deben ingresar y mantener posturas de compra y venta durante cada Sesión de Remate respecto de los valores que actúe como formador de mercado.
2. Debe cumplir con el importe mínimo y diferencial máximo de precios establecido en el contrato.
3. Debe dar aviso a la Bolsa en caso de término anticipado o prórroga del contrato con el emisor.

¹⁷ Documento disponible para consulta en

<https://www.cnbv.formgob.mx/Normatividad/Ley%20del%20Mercado%20de%20Valores.pdf>

¹⁸ Artículos 171 y 247 de la Ley de Mercado de Valores mexicana.

¹⁹ Disponible en <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores%20y%20a%20otros%20participantes%20del%20mercado%20de%20valores.pdf>

²⁰ El artículo 25.

²¹ Reglamento completo en http://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MNRST/REGLAMENTO%20INTERIOR%20BMV%20VIGENTE-13112017.pdf

Por su parte, BMV en sus Reglas Operativas del Sistema Electrónico de Negociación²² establece condiciones con las que deben operar los formadores de mercado, entre las cuales se mencionan las siguientes:

1. Para actuar como formador de mercado la casa de bolsa debe solicitarlo a la BMV, según los requisitos definidos para tales efectos.
2. El formador de mercado podrá actuar como tal para varios tipos de valores y podrá ser contratado por varias emisoras. Sin embargo, una emisora sólo podrá contratar un formador de mercado para una misma serie de su valor.
3. El formador de mercado deberá participar al menos durante el 80% de la duración de la etapa de mercado continuo de la Sesión de Remate y reponer en un máximo de 5 minutos las posturas.

El Anexo 9 de las reglas mencionadas establece el modelo de contrato de servicio de formación de mercado de valores, el que establece los aspectos mínimos que deben ser especificados en el contrato. Entre los aspectos que deben ser definidos entre el emisor y el formador de mercado, se indican los siguientes:

1. Duración del contrato. Deberá estar vigente por al menos 6 meses a contar de la fecha de autorización de formador de mercado por parte de la bolsa.
2. Reportes. Se deberá definir si el formador de mercado enviará reportes semanales o diarios al emisor.
3. Remuneración. El contrato debe estipular un bono especial para el formador de mercado en caso de que el valor del emisor sea incluido en uno de los índices accionarios definidos en el contrato o si logra un aumento en la bursatilidad del valor.

F. Perú

Perú en el 2015 publicó la Ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores²³ la que establece beneficios tributarios para la enajenación de acciones y valores representativos de acciones siempre que estas acciones posean **presencia bursátil** y cumplan con otras condiciones definidas en la ley y su reglamento.

Para determinar si una acción cuenta con presencia bursátil la ley establece que se deberá tener en cuenta que:

²² Manual disponible en [http://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MERMO/20180219_V1%2059_atributos%20IOC_FOC_Libro%20de%20protocolos%20\(Esp\).pdf](http://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MERMO/20180219_V1%2059_atributos%20IOC_FOC_Libro%20de%20protocolos%20(Esp).pdf)

²³ Legislación disponible en http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=LEY00001530341%20%20&CTEXTO=

“Dentro de los ciento ochenta (180) días hábiles anteriores a la enajenación, se determinará el número de días en los que el monto negociado diario haya superado el límite que se establezca en el Reglamento²⁴. Dicho límite no podrá ser menor a cuatro (4) unidades impositivas tributarias²⁵ y será establecido considerando el volumen de transacciones que se realicen en los mecanismos centralizados de negociación.”

El resultado anterior se expresará como porcentaje del periodo y no podrá ser menor al límite establecido por el Reglamento ni podrá exceder el 35%. El Reglamento que aprueba la ley N° 30341²⁶ establece que dicho límite mínimo será del 15%.

A su vez, la ley establece que aquellas empresas que inscriban sus acciones por primera vez en los Registros de Valores de una Bolsa, podrán acceder a los beneficios tributarios siempre que cumplan con los requisitos del artículo 2 de la ley y cuenten con un formador de mercado, no estableciendo las condiciones que deben cumplir estas entidades.

La Bolsa de Valores de Lima (BVL) incorporó la función de formador de mercado en el reglamento de operaciones en rueda de bolsa²⁷. El reglamento establece que los formadores de mercado deberán formular ofertas diarias de compra y venta por la cantidad mínima previamente establecida por el Directorio de la Bolsa. Para poder ser formador de mercado, el agente debe presentar una carta de compromiso que contiene las características de los parámetros que guiarán en su operación.

VI. Marco Regulatorio Vigente

La ley N°18.045, en su artículo 4° bis, letra g) otorga la facultad a la CMF para definir, a través de una norma de carácter general, aquellos requisitos que deben cumplir los valores que serán considerados de presencia bursátil. Estos requisitos deben propiciar una correcta formación de precios y serán indicativos de liquidez de los valores o de la profundidad de los mercados en que éstos se negocien.

A su vez, la ley indica que *“los requisitos deberán tener en consideración elementos tales como el volumen, periodicidad, número de cedentes, adquirentes u oferentes, cuantías u otras circunstancias semejantes relativas a las transacciones o cotizaciones de los valores”*.

²⁴ El Reglamento establece que el límite será de 4 UIT.

²⁵ Alrededor de 30,5 UF al 4 de julio de 2018.

²⁶ Decreto Supremo N° 00358-2015 disponible en http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_00001500358%20%20&CTEXTO=liquidez

²⁷ http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0021199900000&CTEXTO=

Una de las exigencias que establece la ley es que los valores deberán tener una presencia ajustada igual o superior a 25%, lo que será determinado como aquel porcentaje en que el número de días en que las transacciones bursátiles diarias hayan alcanzado el mínimo definido por la CMF, que en la norma vigente corresponde a 1000 UF, dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles.

Adicionalmente, la ley permite que la presencia bursátil se pueda establecer en virtud de contratos que aseguren la liquidez diaria de los valores y otras condiciones que defina la CMF.

Norma de Carácter General N°327

La Comisión emitió el 17 de enero del 2012 la Norma de Carácter General N° 327 la que establece requisitos para que un valor sea considerado de presencia bursátil. Esta normativa indica que serán considerados valores de presencia bursátil aquellos que:

- a) *“Estén inscritos en el Registro de Valores*
- b) *Estén registrados en una bolsa de valores de Chile*
- c) *Cumplan a lo menos con uno de los siguientes requisitos:*
 - 1. *Tener una presencia ajustada igual o superior al 25%.*
 - 2. *Contar con un “Market Maker”, en los términos y condiciones establecidos en la presente Norma.”*

Respecto a la presencia ajustada, la normativa establece que para su cálculo se considerarán aquellas transacciones bursátiles que hayan alcanzado un monto mínimo de 1.000 UF, conforme al valor que tenga dicha unidad en cada uno de los días. La normativa establece consideraciones especiales para al cálculo de la presencia ajustada en el caso de fusiones, divisiones y series de acciones o cuotas.

A su vez, la norma indica que se entenderá que un valor cuenta con un *Market Maker* cuando haya suscrito un contrato con un corredor de bolsa. Además, señala que dicho contrato debe cumplir con las siguientes condiciones:

- *“Que se ajuste al formato y contenido mínimo que establezca la reglamentación bursátil correspondiente para el servicio de “Market Maker”.*
- *Que tenga una duración mínima de 180 días.*
- *Que obligue al corredor de bolsa a mantener vigentes en los sistemas bursátiles de negociación, de calce automático, una oferta de compra y una de venta, ambas divisibles por el lote padrón mínimo que corresponde al tipo de valor sobre el que trata la presencia, en los siguientes términos:*
 - 1. *Cada oferta deberá ser por un monto visible igual o superior a 500 unidades de fomento diarias.*
 - 2. *La suma de la oferta de compra y de venta deberá ser siempre igual o superior a las 1.000 unidades de fomento diarias.*

3. *La diferencia de precios entre ambas ofertas no podrá superar el 3% del precio de la de compra.*
 4. *Las ofertas deberán estar vigentes durante todo el horario de negociación bursátil o hasta que se hayan realizado en el mercado transacciones sobre el valor respectivo en el día correspondiente, por un monto igual o superior a las 1.000 unidades de fomento; y*
- *Que tanto el corredor de bolsa como el emisor, deban informar al público inversionistas, a través de bolsas de valores y con 30 días de antelación, el término del contrato.”*

La normativa establece la obligación de las bolsas de valores de mantener a disposición del público una nómina de aquellos valores de presencia bursátil y aquellos valores que cuentan con *Market Maker*, indicando el corredor de bolsa que ejerce dicha labor, la fecha de inicio y término del contrato de *Market Maker*.

VII. Propuesta Normativa

De acuerdo a lo establecido en el artículo 4° bis de la Ley N°18.045, corresponde a la Comisión definir las condiciones que debe cumplir un valor y que sean indicativas de su liquidez o de la profundidad de los mercados en que se negocia, a efectos que dicho valor cuente con una correcta formación de precios.

Para tal efecto, en ese artículo de la ley se señalan, a modo ejemplar, algunas de las variables que la Comisión debe tener en consideración, dentro de las que está el volumen transado, la periodicidad con que se transa el instrumento, y el número de cedentes, adquirentes u oferentes de éste.

En el marco de esa definición legal, la Comisión, mediante la N.C.G. N°327, estableció las condiciones que actualmente determinan si el instrumento cuenta o no con presencia bursátil, las cuales se pueden agrupar en las siguientes:

1. que el valor esté inscrito en el Registro de Valores y cotizado en una bolsa de valores; y
2. que tenga un cierto mínimo de transacciones en bolsa, para lo cual se requiere de un:
 - i. Monto mínimo diario transado por el instrumento en bolsas de valores;
 - ii. Número mínimo de días en que se transó ese monto mínimo, para el período establecido por ley para ese efecto (180 días hábiles bursátiles);
3. o, que el valor cuente con *Market Maker*, en que el contrato:
 - i. Tenga una duración superior a la mínima establecida;
 - ii. Exija exponer ofertas de compra y venta en bolsa por un monto mínimo diario;
 - iii. Limite la diferencia máxima de precios entre la oferta de compra y de venta;

A partir del análisis comparado realizado al marco normativo de otras jurisdicciones aplicables a los *Market Maker*, se observó que las variables contenidas en la normativa actualmente vigente (montos mínimos ofertados, spread máximo de precios y duración del contrato), son adecuadas como indicativas de una buena formación de precios y liquidez. Ello, puesto que son las mismas que se emplean en esas jurisdicciones para medir la contribución del *Market Maker* a esa adecuada formación de precios o liquidez.

No obstante, para fines regulatorios no se observó medidas de formación de precios o liquidez similares a la presencia bursátil, sin perjuicio de ciertos índices empleados por agentes del mercado o académicos para medir la liquidez de los instrumentos, como es el caso del denominado “turnover” (medida que refleja el porcentaje de la capitalización bursátil que se negocia en un año móvil)²⁸, los montos transados diariamente, y la volatilidad promedio de precios intra e inter día, entre otros, que no difieren significativamente de las variables empleadas por la normativa.

En tal sentido, la presente propuesta normativa:

1. Mantiene las variables empleadas actualmente para el cálculo de presencia, pero se alteran los guarismos usados para dicho cálculo, con el objeto de adecuarlos a la realidad bursátil actual.
2. Incorpora modificaciones para subsanar algunas de las problemáticas levantadas con motivo del diagnóstico efectuado.
3. Mantiene ciertos aspectos de la normativa vigente que, conforme al diagnóstico de algunos actores entrevistados era necesario corregir, en el entendido que dicho diagnóstico, o propuesta de solución, no fue compartido por la Comisión²⁹.

²⁸ Un ejemplo, entre diversos, es el trabajo contenido en el IMF Working Paper, denominado Stock Market Liquidity in Chile, realizado por Luis Brandao-Marques, en el 2016.

²⁹ Por ejemplo, que el *Market Maker* deba mantener en su patrimonio los instrumentos adquiridos por un período de tiempo mínimo (dando garantía que, en efecto, está asumiendo un riesgo). Si bien se analizó dicha inquietud, no se consideró pertinente al ir contra la naturaleza de la función de *Market Maker* (comprometer su patrimonio ante ausencia de otros compradores o vendedores para dar liquidez, lo que implica enajenar de los suyos en las situaciones en que en el mercado hay intereses compradores). Otro ejemplo, prohibir que el *Market Maker* pueda ser relacionado al emisor, por potenciales conflictos de interés o facilitar la comisión de conductas contrarias a la ley. Si bien esa aprensión está abordada en parte en la propuesta normativa (en lo que respecta a los conflictos de interés), las actuales conductas prohibidas y sancionadas por ley, parecieran ser suficientes para desincentivar la comisión de ese tipo de conductas.

En cuanto a los guarismos y condiciones establecidas por la normativa, con el objeto que fueran los adecuados para la realidad local, se tuvo en consideración:

1. Los efectos positivos y adversos que se generan en los distintos usos de la presencia bursátil, ante eventuales aumentos o disminuciones de los guarismos; y
2. Cómo se distribuye la liquidez en el mercado bursátil local, respecto de aquellos para los que se aplica mayormente la presencia (acciones y cuotas de fondos).

Respecto de los efectos que genera la modificación de guarismos, se puede señalar lo siguiente:

1. Mientras mayor es el monto diario mínimo establecido, más probable es que el instrumento cuente con mejor formación de precios, pero también es más probable que pierdan la condición de presencia instrumentos que tienen una formación de precios razonable, pero no la suficiente negociación para cumplir la condición normativa. Esto tiene como efecto adverso, un eventual aumento del costo de capital del emisor por la tributación que gravará el mayor valor generado en la enajenación del valor del inversor, y que compensará aplicando el descuento respectivo en el proceso de colocación. A su vez, se impondrá un mayor riesgo de mercado al *Market Maker* encareciendo la prestación del servicio.
2. Mientras menor es el monto diario mínimo establecido, más probable es que sean considerados con buena formación de precios, instrumentos que no la tienen. Ello tiene un efecto adverso en los distintos usos que se da a la presencia y que se sostienen en esa adecuada formación de precios, como, por ejemplo, que las carteras de los fondos mutuos sean menos líquidas que lo que se esperaba que fueran con una adecuada definición de presencia, o que la volatilidad de los instrumentos sea mayor que la presumida normativamente para estimar el riesgo de mercado de compañías de seguros o de intermediarios de valores y, por tanto, la solvencia de las mismas, entre otros.
3. Mientras mayor es el número mínimo de días en que se debe transar el monto mínimo diario, menor es la probabilidad que no existan suficientes días negociados para efectos del cálculo de precios de mercado que se sostienen en el hecho que el instrumento cuenta con presencia, como lo es el caso del cálculo del precio para derecho a retiro, pero genera los mismos efectos adversos que el aumento de monto mínimo diario transado.
4. Mientras mayor es el plazo mínimo de duración del contrato de *Market Maker*, mayor será la certeza que tendrán los inversionistas respecto de la liquidez potencial del instrumento a lo largo del tiempo; pero mayor será el costo que tendrá la prestación del servicio de *Market Maker*.

5. Mientras menor es la diferencia porcentual de precios de las ofertas exigidas al *Market Maker*, mayor es la liquidez del instrumento, pero aumenta el riesgo y costo del *Market Maker*.

Respecto de cómo se distribuye la liquidez en el mercado local, se analizó el período comprendido entre junio de 2011 y junio de 2019, observándose que las principales 30 acciones del mercado local (grupo del 40% de acciones más negociadas), concentran el 97% de los montos diarios, y que las cuotas de fondos, presentan pocas transacciones en bolsa, tanto en número de días como en montos diarios y número de fondos con transacciones. A su vez, ese grupo de acciones más negociadas, presentan transacciones muy por sobre las 10.000 UF diarias, y se negocian todos los días, a diferencia del resto de los instrumentos que se transan en menor cuantía y frecuencia. Más aún, llama la atención que, de las acciones negociadas, el 80% se distribuya entre las con más días y montos negociados, y las con menos montos y días negociados (ver gráfico 2), siendo el 20% de acciones restantes, las que transan entre 1.000 y 10.000 UF. Esta realidad, plantea la inquietud acerca de si resulta razonable calcular los guarismos sobre la base completa de instrumentos, o sería más adecuado eliminar del cálculo el grupo de acciones más líquidas, para evitar que, por concentración excesiva de la liquidez en esos instrumentos, el guarismo resulte excesivamente elevado, dejando un grupo relevante de instrumentos sin la condición de presencia, a pesar que tienen un grado razonable de liquidez en términos absolutos. La presente propuesta opta por la segunda de las opciones, para evitar este último efecto.

Tomando como referencia el subconjunto de instrumentos que se transan menos de 10.000 UF diariamente, el monto promedio diario transado en unidades de fomento a cada día es de 3.800 UF. A su vez, ese grupo de instrumentos transó aproximadamente un 78% de los días totales bursátiles del período. Si se compara ese monto con los contenidos en la actual normativa, pareciera que ésta estaría más bien reflejando aquellos instrumentos que no quedan comprendidos entre los menos líquidos, más que aquellos instrumentos que, con las consideraciones antes mencionadas, se podrían considerar líquidos. Por ende, parece razonable un incremento del monto diario transado y número de días negociados, pasando desde las actuales 1.000 UF y 25% a 3.000 UF y 75%. Lo anterior, a objeto que la normativa refleje de mejor manera aquellos instrumentos que se podrían considerar con mayor liquidez, dentro del universo de instrumentos transados en bolsa.

Respecto al plazo de duración del contrato, y teniendo en consideración que, con motivo de la revisión de los contratos de *Market Maker* existentes se observó que gran parte de éstos se celebraron a 24 meses (y que mientras mayor es el plazo más certeza se entrega a los inversionistas), se propone aumentar ese plazo de duración, pasando desde 180 días a 24 meses.

A su vez, teniendo en consideración que la volatilidad de los instrumentos de renta variable que a lo menos presentaron transacciones en bolsa para 1000 de los 1986 días del período analizado, fue de 3%³⁰, se mantiene la diferencia de precios porcentual máxima actualmente contenida en la normativa.

En cuanto a las problemáticas detectadas en el diagnóstico de la normativa vigente, se propone incorporar ciertas circunstancias para las que resulta adecuado permitir al *Market Maker* dejar de cumplir con su obligación de poner puntas en el mercado. Estas circunstancias excepcionales, incluyen períodos de alta volatilidad en el mercado, suspensión de cotizaciones y operaciones de tomas de control u otras situaciones donde resulta inviable para la entidad cumplir con la obligación, ya sea por el riesgo en exceso que debe asumir o porque derechamente se encuentra imposibilitado de hacerlo. Para ello, la propuesta delega en las bolsas de valores la posibilidad de establecer circunstancias excepcionales en las que el contrato de *Market Maker* pueda terminar anticipadamente o suspender temporalmente la obligación del corredor de actuar como tal. Lo anterior, sin que el instrumento pierda la calidad de presencia bursátil a consecuencia de ello. El que el instrumento no pierda la condición de presencia ante esas circunstancias, no solo dará mayor certeza jurídica respecto de la calidad del instrumento, sino que también dará un tiempo razonable al emisor para buscar otro *Market Maker* o al inversionista para liquidar con tiempo esa inversión.

Adicionalmente, en línea con algunas recomendaciones internacionales y regulaciones extranjeras analizadas, se incorpora la obligación de las bolsas de valores de normar los eventuales conflictos de interés que surjan a partir de la relación del corredor como *Market Maker* y el emisor de los valores para el cual actúa como tal, sin perjuicio que siguen siendo aplicables a los intermediarios las demás regulaciones que en materia de conflictos de interés contempla la Norma de Carácter General N°380 y que la propuesta vendría a complementar.

A su vez, teniendo en consideración que es necesario que, tanto los inversionistas como todo quien requiera conocer antecedentes respecto a los instrumentos con presencia, cuenten con información histórica y diaria de los instrumentos que tuvieron dicha calidad, se precisa en la propuesta normativa que la bolsa debe mantener tal información de manera pública, histórica y para cada día, en un formato y medio que permita procesar de manera fácil, remota y automatizada esa información.

Por último, con el objeto de compatibilizar las mayores exigencias propuestas en la normativa con la necesidad de mantener la competitividad en la prestación del servicio de *Market Maker* y no encarecer en demasía esa figura, se incorpora la posibilidad que un emisor contrate a más de un intermediario de valores para efectos de que estos, en conjunto, puedan cumplir dichas condiciones. Por ejemplo, de esta manera, tres *Market Maker* podrán cumplir con la obligación de poner

³⁰ Calculada sobre la base de los retornos logarítmicos diarios, para un intervalo de confianza al 95%.

ofertas mínimas por 3.000 UF, en que cada uno contribuye con las 1.000 UF que hoy contempla la normativa. No obstante que el emisor, deberá sufragar los costos asociados a la contratación de esos dos nuevos markets *Maker* necesarios para cumplir la exigencia.

Contenido de la Propuesta

(Cambios respecto de versión vigente, destacados con rojo y negrilla. Esta nueva normativa derogará a la actual NCG N°327)

“NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°

En virtud de lo dispuesto en la letra g) del artículo 4°Bis de la Ley N°18.045, esta Superintendencia ha estimado pertinente impartir las siguientes instrucciones:

I. VALORES DE PRESENCIA BURSÁTIL

Se considerarán valores de presencia bursátil aquellos que, a la fecha de efectuar su determinación:

- a) *Estén inscritos en el Registro de Valores;*
- b) *Estén registrados en una bolsa de valores de Chile; y*
- c) *Cumplan a lo menos uno de los siguientes requisitos:*
 - 1. *Tener una presencia ajustada igual o superior al ~~25~~75%.*
 - 2. *Contar con un “Market Maker”, **que haya iniciado operaciones**, en los términos y condiciones establecidos en la presente Norma.*

*Con el objeto de proporcionar al público información respecto de los valores que cuentan con presencia bursátil, las bolsas de valores deberán mantener permanentemente a disposición del público en sus sitios en Internet, una nómina con los valores que cumplen esa condición. En el caso que la condición sea cumplida en virtud de lo establecido en el numeral 1 de la letra c) de esta Sección, dicha nómina deberá incluir el porcentaje de presencia ajustada correspondiente. **Esa nómina deberá ser actualizada de manera diaria, estar en un formato y medio que permita procesar la información de manera remota y automatizada, y contener la información diaria para los últimos 10 años.***

II. PRESENCIA AJUSTADA

De conformidad a lo establecido en el artículo 4°Bis de la Ley N°18.045, la presencia ajustada de un valor para un día determinado se calculará de la siguiente forma:

- a) *Dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles anteriores al día a que se refiere el cálculo, se determinará el número de días en que las transacciones bursátiles totales diarias hayan alcanzado un monto mínimo por el equivalente en pesos a ~~1000~~ **3000** unidades de fomento, conforme al valor que tenga dicha unidad en cada uno de esos días.*
- b) *Dicho número será dividido por ciento ochenta, y el cociente así resultante se multiplicará por cien, quedando expresado en porcentaje.*

Casos especiales:

1. Fusiones: Para la determinación de la presencia ajustada de las acciones de una sociedad anónima o cuotas de un fondo que resultan de la fusión de dos o más sociedades o fondos, respectivamente, se deberá considerar para efectos de calcular el monto diario transado en bolsa en los días previos a la fusión, sólo las transacciones bursátiles de las acciones de la sociedad o cuotas del fondo que presenten el mayor patrimonio bursátil entre las sociedades o fondos fusionados. En caso que no sea posible determinar el patrimonio bursátil para una de los emisores, se deberá utilizar el patrimonio contable en lugar del patrimonio bursátil en el procedimiento de cálculo antes definido.

Para determinar el patrimonio bursátil, se deberá considerar el precio promedio ponderado de cierre de los valores en las bolsas de valores del país del último día hábil anterior a la fusión. Sin perjuicio de ello, si el mencionado precio promedio de cierre fuere inferior o superior en un 10% al precio promedio ponderado de transacción de las acciones de la sociedad o de las cuotas del fondo respectivo durante el último trimestre, este último precio promedio será el valor utilizado para determinar el patrimonio bursátil.

El número de acciones o cuotas a considerar en la determinación del patrimonio bursátil corresponderá al número de acciones o cuotas suscritas y pagadas al último día hábil anterior al de la fusión.

El patrimonio bursátil en las sociedades o fondos que tengan series de acciones o cuotas, será la sumatoria de los patrimonios bursátiles de cada una de las series. Para el cálculo del patrimonio bursátil de cada serie, se procederá en cada una de ellas independientemente, en la forma expuesta en los párrafos anteriores.

2. Divisiones: Para la determinación de la presencia ajustada de las acciones de las sociedades anónimas o cuotas de fondos que resultan de una división, se deberá considerar como monto diario transado en la bolsa en los días previos a la división, el valor resultante de multiplicar el total de las transacciones bursátiles diarias de las acciones o cuotas de la sociedad o fondo que se divide, por el porcentaje que representa el patrimonio contable de la nueva entidad respecto de la sociedad o fondo dividido.

3. Series de acciones o cuotas: El cálculo de la presencia bursátil de cada serie de acciones o cuotas deberá efectuarse por separado y considerando sólo el monto negociado en bolsa de la serie respectiva. En caso que el capital social o patrimonio del fondo se divida en series de acciones o cuotas de fondos, o que distintas series se fusionen en una, se estará a las disposiciones señaladas anteriormente para las divisiones y fusiones, respectivamente.

Para estos efectos, el día de la fusión o división del emisor o serie, corresponderá a aquel en que ésta se haya materializado.

III. MARKET MAKER

Para efectos de la determinación del cumplimiento de las condiciones establecidas en la Sección I de esta Norma, se entenderá que un valor cuenta con "Market Maker", en la medida que el emisor del respectivo valor haya suscrito un convenio con al menos un corredor de bolsa, que cumpla las siguientes condiciones:

- a) Que se ajuste al formato y contenido mínimo que establezca la reglamentación bursátil correspondiente para el servicio de “Market Maker”;
- b) Que tenga una duración mínima de ~~180 días~~ **24 meses**;
- c) Que obligue al ~~o los~~ **corredores** de bolsa **que actúen como Market Maker**, a mantener vigentes en los sistemas bursátiles de negociación, de calce automático, ~~una~~ ofertas de compra y ~~una~~ de venta, ~~ambas~~ divisibles por el lote padrón mínimo que corresponde al tipo de valor sobre el que trata la presencia, en los siguientes términos:
 - 1. ~~Cada~~ **Las** ofertas ~~deberán~~ ser por un monto visible igual o superior a ~~500~~ **1500** unidades de fomento diarias.
 - 2. La suma de ~~las~~ ofertas de compra y de venta ~~deberán~~ ser siempre igual o superior a las ~~1.000~~ **3.000** unidades de fomento diarias.
 - 3. La diferencia de precios entre ~~ambas~~ ofertas no podrá superar el 3% del precio de la de compra.
 - 4. Las ofertas deberán estar vigentes durante todo el horario de negociación bursátil o hasta que se hayan realizado en el mercado transacciones sobre el valor respectivo en el día correspondiente, por un monto igual o superior a las ~~1.000~~ **3.000** unidades de fomento; y
- d) Que tanto el corredor de bolsa como el emisor, deban informar al público inversionista, a través de las bolsas de valores y con 30 días de antelación, el término del contrato.

En el evento que el emisor haya optado por contratar a más de un “Market Maker” para un valor determinado, las condiciones antes aludidas podrán ser cumplidas de manera conjunta por quienes detenten esa condición, conforme a los términos regulados en los contratos respectivos.

Corresponderá a las bolsas de valores verificar que las condiciones establecidas en esta Sección sean permanentemente cumplidas por los corredores que actúen en calidad de “Market Maker”.

Además, las bolsas de valores deberán establecer en su reglamentación interna:

- **Las circunstancias excepcionales ante las cuales el corredor o el emisor podrá terminar anticipadamente el contrato de Market Maker, o suspender temporalmente la obligación del corredor de bolsa respectivo, sin que se pierda la condición a que se refiere el numeral 2 de la letra c) de la Sección I de esta normativa. Dicha condición, permanecerá hasta la fecha originalmente pactada para el término del contrato respectivo o el primer día del quinto mes siguiente al término anticipado del mismo, si esta fecha es anterior a la primera.**
- **Las normas que tendrán por objeto evitar los conflictos de interés que puedan surgir en el actuar de las corredoras de bolsa en calidad de “Market Maker” y su relación con el emisor de los valores para los cuales actúa en esa calidad.**

Asimismo, a objeto de proveer información al público inversionista, las bolsas de valores deberán mantener en sus páginas web, una nómina **histórica y** actualizada de los valores

que cuentan con “Market Maker”, indicando el o los corredores de bolsa que actúan en esa calidad para el valor respectivo, y la fecha de inicio y termino del contrato del “Market Maker” correspondiente. Esa nómina deberá ser actualizada de manera diaria, estar en un formato y medio que permita procesar la información de manera remota y automatizada, y contener la información diaria para los últimos 10 años.”

VIII. Análisis de Impacto

Tal como se menciona a lo largo del presente informe, la definición de presencia bursátil se emplea para múltiples finalidades. Por tanto, cualquier modificación que altere significativamente esa definición, puede tener múltiples consecuencias, a saber: en cuanto al tratamiento tributario que tendrá el instrumento, a la forma de cálculo del valor a pagar a quienes ejerzan su derecho a retiro, y al tratamiento del instrumento para efectos de límites de inversión, entre otros.

No obstante, esos impactos no provienen directamente del hecho que se definan los parámetros que se deben emplear para diferenciar entre instrumentos líquidos y no líquidos; ya que, no es la Comisión por la vía normativa la que asigna la liquidez al instrumento determinado y a consecuencia de ello genera los efectos por la pérdida o adquisición de esa condición, sino que sólo provee la herramienta que permite al público y usuario discernir entre instrumentos que, por condiciones de mercado, tienen o no dicha condición.

Desde esa perspectiva los impactos son generados por las diversas regulaciones que emplean el concepto de presencia bursátil y que distinguen entre instrumento líquidos y no líquidos, viéndose afectados, en términos relativos, aquellos que no tienen la condición.

Al establecer la Comisión un parámetro más exigente de liquidez, más instrumentos son considerados líquidos y, a consecuencia de ello, adquieren los beneficios que esa condición conlleva, perdiéndola aquellos que dejan de ser considerados como tal.

Tomando como base los nuevos guarismos contemplados en la propuesta normativa, aproximadamente 78 acciones y cuotas de fondos perderían esa calidad **por transacción**³¹ (ver detalle en tablas contenidas en Anexo). Sin embargo, 68 de esos instrumentos contaban con *Market Maker* a esa misma fecha³², razón por la que sólo se materializará ese impacto si el eventual incremento en los costos de prestación del servicio del *Market Maker*, o de contratación de éste por parte de los emisores de valores, hicieran inviable económicamente a esos emisores mantener ese *Market Maker*, o a éste prestar dicho servicio.

³¹ Número aproximado, ya que la presencia ajustada para este análisis está calculada al 21 de agosto de 2019.

³² De acuerdo la nómina publicada por la Bolsa de Comercio de Santiago.

En ese sentido, las modificaciones que se pretenden introducir y que apuntan a facilitar el cumplimiento de las condiciones entre múltiples *Market Maker*, permitirán reducir esos riesgos y costos, disminuyendo eventuales desincentivos a prestar el servicio o a contratarlo. Más aún, teniendo en consideración que la propuesta contempla la posibilidad que las bolsas de valores incluyan en su reglamentación ciertas circunstancias excepcionales en que el corredor o el emisor podrán terminar anticipadamente el contrato de *Market Maker*, o suspender temporalmente la obligación del corredor de bolsa respectivo, sin que se pierda la condición de presencia bursátil, lo que disminuye el riesgo del *Market Maker* y, por ende, el costo de prestar el servicio.

En cuanto a las modificaciones que amplían el plazo de duración del contrato y permiten que no se pierda la condición de presencia ante término anticipado al contrato o suspensión de intervención del *Market Maker*, se espera generen un impacto positivo significativo al contribuir a dar mayor certeza respecto del hecho que el instrumento se considerará con presencia para todos los fines legales y ante múltiples circunstancias, sin que esa condición pueda variar por circunstancias imprevistas y que ameritan que el *Market Maker* deje de actuar como tal.

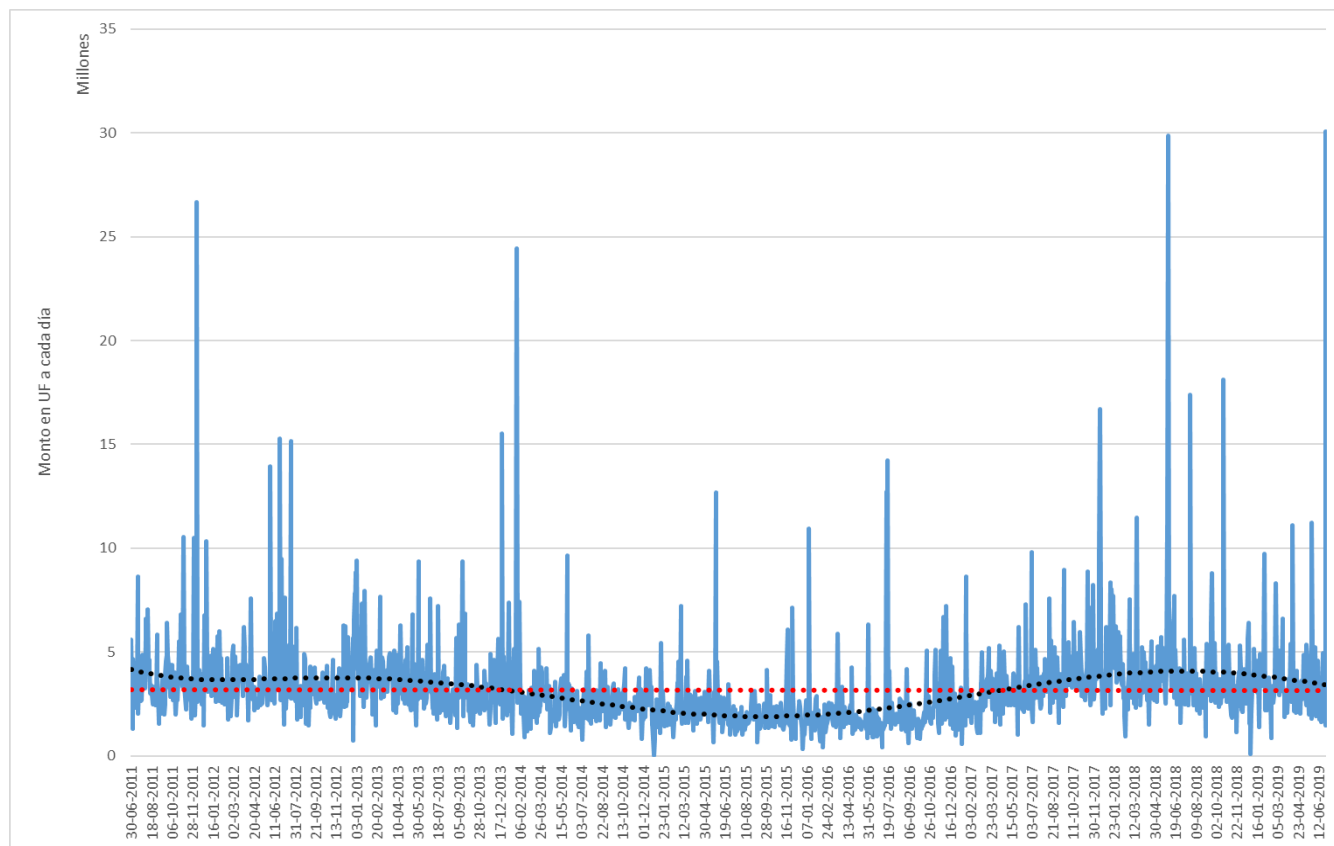
En cuanto a los actores que se verán impactados más directamente por la nueva definición normativa, están:

- Los emisores de valores: las nuevas exigencias podrían encarecer el costo de contratación de *Market Maker* y, además, requerir un nivel de freefloat³³ mayor. Esta circunstancia puede tener un impacto mayor en emisores de menor tamaño, para los que incluso podría ser inviable tener el freefloat o turnover exigido para cumplir la condición de instrumento líquido.
- Los corredores de bolsa que prestan el servicio del *Market Maker*: de tener que prestar el servicio por sí mismos (sin apoyarse en otros corredores que actúen conjuntamente como tal), deberán mantener tres veces más recursos propios que los que necesitaba con la normativa vigente para prestar el servicio y cubrir el riesgo de mercado, o estrategias más sofisticadas de gestión de este riesgo por la mayor concentración que tendrá su cartera propia.
- Los accionistas y aportantes de sociedades o fondos menos líquidos: al perder o no acceder al beneficio tributario o precios de mercado para ejercicio de derecho a retiro, y al ser menos atractivas sus inversiones para ciertos inversionistas institucionales que por restricción legal deben invertir principalmente en instrumentos líquidos, lo que podría impactar negativamente la liquidez de las acciones o cuotas de esos accionistas o aportantes.
- Las bolsas de valores: que deberán adecuar su reglamentación en aquellas nuevas materias exigidas por la normativa y sus sistemas de información para mantener la nómina de *Market Maker* conforme a las condiciones establecidas en dicha normativa.

³³ Porcentaje de la propiedad en manos de accionistas minoritarios.

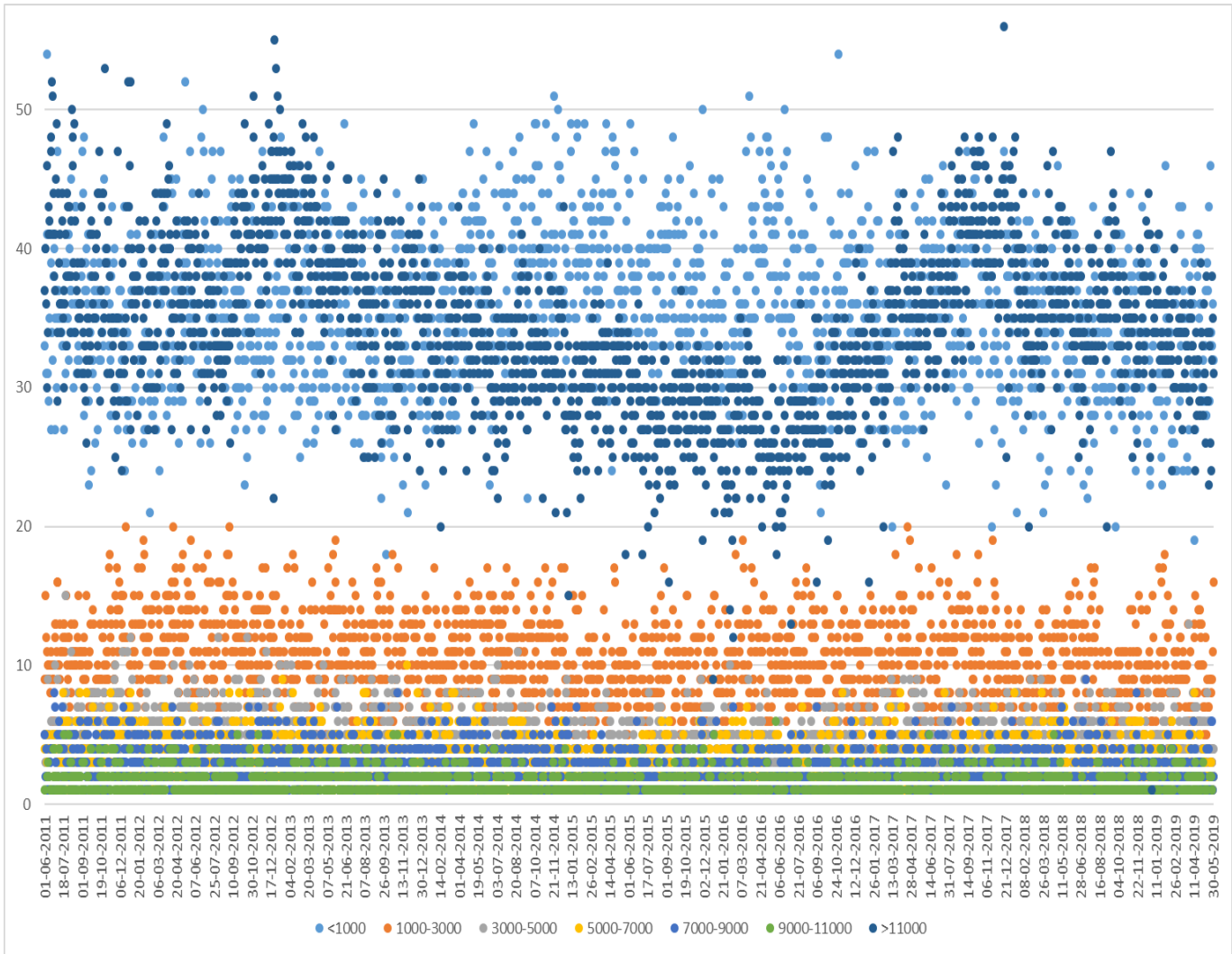
ANEXOS

Gráfico N°1: Montos transados en acciones en Bolsa, en UF, último 8 años



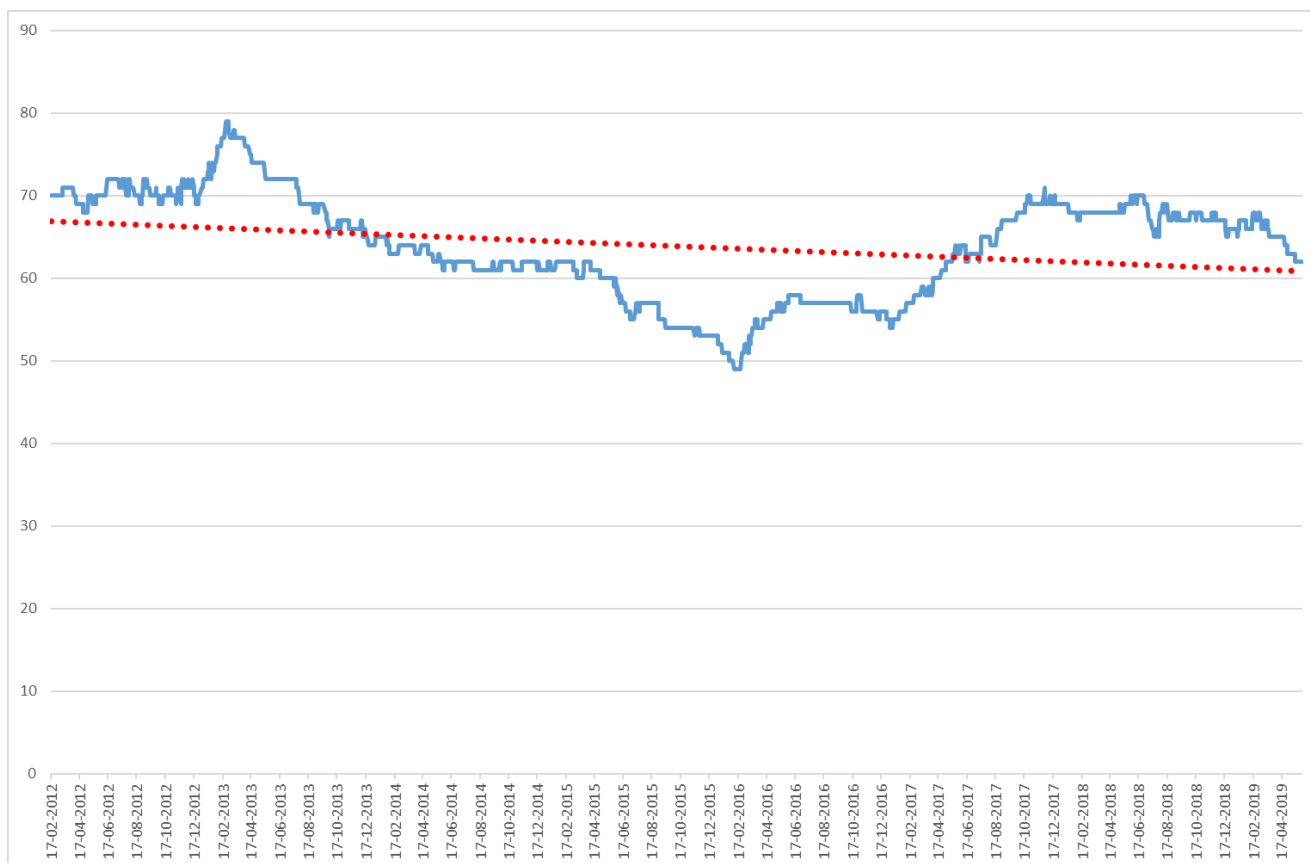
Fuente: CMF en base a información provista por las bolsas de valores

Gráfico N°2: N° Acciones según rango de monto diario transado, en UF



Fuente: CMF en base a información provista por las bolsas de valores

Gráfico N°3: N° de acciones con presencia por transacción (según NCG 327) al día respectivo



Fuente: CMF, con información provista por las bolsas de valores

Tabla 1: Evolución del N° de *Market Maker* NCG N°327 en Chile

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	jun-19
Acciones con MM	22	22	23	29	41	46	49	55
CFI con MM	22	29	36	76	151	207	242	299
CFM con MM	5	9	10	9	1	4	3	5
Corredores MM	10	12	11	11	11	14	15	15

Fuente: CMF con información obtenida del sitio web de la Bolsa de Comercio de Santiago

Tabla 2: Acciones y cuotas de fondos según rango de presencia al 21.08.2019

A continuación, se presenta el detalle de los nemotécnicos que perderían la condición de presencia bursátil por cambio en el parámetro de 25% a 75%, segmentado por tramos.

- Tramo valores con presencia entre 25% y 49% (Total 58 nemotécnicos)

N°	Nemotecnico	Presencia bursátil	N°	Nemotecnico	Presencia bursátil
1	CFICOMDPB	25	30	CFIBCHDC35	33
2	CFIMDCHI	25	31	CFIFYNSADB	33
3	HITES	25	32	CFISUDCHI	33
4	WATTS	25	33	PAZ	33
5	CFIBCHUETA	26	34	CFIMBIAR-C	33
6	CFIMBIBP-B	26	35	CAMANACHACA	34
7	SOCOYESA	26	36	CFIAMDDC-E	34
8	CFIETFCC	26	37	SALMOCAM	34
9	MINERA	26	38	CFIQAC	35
10	CFIEAIDMCO	27	39	CFILVCOR-O	36
11	CFIIMSCLE	27	40	CFIMLDL	36
12	AUSTRALIS	27	41	CFMDIVO	37
13	CFIBCHMPUS	27	42	CFIAFESA	37
14	CFIIMSCLD	27	43	CFIBCHBLEN	37
15	CFISANTOCA	27	44	CFILVCOR-I	38
16	CFINHRFLA	28	45	CFISUAGLE	38
17	CFITOEIIC	28	46	CFIDHS2-A	39
18	SQM-A	28	47	CFIIMSCLB	39
19	CFITREDA	28	48	CFIMBIDA-A	39
20	BANMEDICA	29	49	CFIBTGCFYA	42
21	LIPIGAS	29	50	CFIFYNSAVE	42
22	MANQUEHUE	29	51	BLUMAR	44
23	NORTEGRAN	29	52	LAS CONDES	44
24	CRISTALES	30	53	HF	45
25	CFIBCHMPGB	31	54	TRICOT	45
26	ALMENDRAL	31	55	CFIMRVCHA	46
27	CFIMBDPA-E	31	56	ORO BLANCO	46
28	CFIMBIRF-C	31	57	ANDINA-A	48
29	CFILVFA-L	32	58	CFIXLCDA-E	48

- Tramo valores con presencia entre 50% y 74% (Total 20 nemotécnicos)

N°	Nemotecnico	Presencia bursátil (%)	N°	Nemotecnico	Presencia bursátil (%)
1	MASISA	52	11	CFIBDEUDAI	66
2	CFIMBIRT-A	52	12	CFIBTGDAFA	67
3	INVERCAP	53	13	SM-CHILE B	68
4	CFIMBIRFUS	54	14	HABITAT	69
5	CFIQRL-A	55	15	SK	69
6	CFIBDEUDAN	57	16	CFIBCHDALT	70
7	MULTIFOODS	60	17	CFIPROYA	72
8	CFIMBIAR-A	61	18	CFILEASA	72
9	CFIPIONERO	63	19	EMBONOR-B	72
10	CFIIMDLAT	65	20	FORUS	72