



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO

INFORME NORMATIVO

INTERCONEXIÓN DE BOLSAS

Enero 2022
www.CMFChile.cl



Proyecto Normativo Interconexión de Bolsas

Enero 2022

CONTENIDO

I.	Objetivo.....	4
II.	Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales	4
III.	Experiencias Regulatorias en Jurisdicciones Extranjeras.....	5
A.	Estados Unidos	5
B.	Unión Europea.....	6
IV.	Marco Regulatorio Vigente.....	9
A.	Fuente Legal	9
B.	Contexto Normativo	9
V.	Sistemas Actuales de Calce Automático	12
VI.	Conclusiones de la Experiencia Internacional y Otros Antecedentes Relevantes	12
VII.	Propuesta Normativa	14
A.1	Texto Propuesto	14
VIII.	Análisis de Impacto de la Propuesta	16
IX.	Contribuciones al Proceso Consultivo	18

I. OBJETIVO

El 13 de abril de 2021 se publicó en el Diario Oficial la Ley N°21.314, que incluyó una modificación al artículo 44 bis de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores (LMV), haciendo obligatoria la interconexión de las bolsas de valores, otorgando atribuciones a esta Comisión para regular el mecanismo de interconexión.

El presente proyecto tiene por objeto dictar la normativa que regulará los sistemas de negociación de las bolsas de valores que deberán interconectarse de manera vinculante, junto con la forma, condiciones, requisitos técnicos, de comunicación y de seguridad que deberán cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes.

II. ESTUDIOS, PRINCIPIOS Y RECOMENDACIONES INTERNACIONALES

La organización internacional que agrupa a los reguladores del mercado de valores, "IOSCO", ha emitido diversos estudios referidos a los mercados fragmentados,¹ tales como "*Transparency and Market Fragmentation*"² y "*Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure*"³, en los que recomienda:

- En el caso de mercados que están fragmentados en diversos centros de negociación, los reguladores deben velar porque existan mecanismos para facilitar la consolidación y difusión de información tan cercana al tiempo real como sea técnicamente posible y razonable.
- Los reguladores deben tener en consideración el potencial impacto de la fragmentación sobre la capacidad de los intermediarios para cumplir con las exigencias de ejecución de órdenes, incluyendo las obligaciones de ejecutar tales órdenes en el mejor interés de sus clientes.

No obstante, no se observan principios o lineamientos internacionales que se refieran a las condiciones, sistemas o estándares que resulta conveniente establezcan los reguladores a objeto de generar un modelo de interconexión bursátil que, junto con promover la competencia, propenda a la mejor ejecución de las órdenes de clientes.

Los principios y recomendaciones observadas están más bien enfocados en la integridad del mercado y la protección de los inversionistas, para lo que resulta esencial la transparencia, pues la revelación de información mejoraría la protección de los inversionistas y la eficiencia del mercado, facilitando a los inversionistas el control de la ejecución de las órdenes por parte de los intermediarios.⁴

Por su parte, tampoco se observan recomendaciones especiales en los principios para la

¹ IOSCO definió la fragmentación del mercado como la división de los mercados globales en segmentos, ya sea geográficamente o por tipo de productos o participantes. Por lo tanto, existen diferentes tipos de fragmentación del mercado.

² IOSCO (2001). *Transparency and Market Fragmentation*. Report from the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

³ OICV-IOSCO (2013). *Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure*.

⁴ Principio 35. IOSCO (2017). *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

regulación del mercado de valores⁵, ya que éstos se enfocan en requerimientos generales de autorización, exigencias prudenciales, de gestión de riesgos y de transparencia.⁶

III. EXPERIENCIAS REGULATORIAS EN JURISDICCIONES EXTRANJERAS

A. ESTADOS UNIDOS

El modelo de interconexión de las bolsas en Estados Unidos se sostiene a partir de las regulaciones del denominado *National Market System (NMS)* y el principio de “**mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas**” que deben cumplir los intermediarios, tanto por las exigencias de la ley como por las reglas que al efecto ha dictado la Securities and Exchange Commission (SEC). Dicho principio obliga a los intermediarios buscar aquellos mercados en los que se obtendrán las mejores condiciones de ejecución de las órdenes de los clientes.

La Sección 11A de la Securities Exchange Act señala que entre los objetivos del **NMS** está:

- La ejecución eficiente de las transacciones de valores;
- La competencia leal entre intermediarios, *brokers* y *dealers*,⁷ entre las bolsas de valores y entre las bolsas y otros mercados de negociación;
- La disponibilidad de información para los intermediarios e inversionistas respecto de los valores cotizados y sus transacciones;
- La viabilidad de que los intermediarios ejecuten las órdenes de los inversionistas en las mejores condiciones de mercado; y
- La oportunidad para que las órdenes de los inversionistas se ejecuten sin la intervención de un *dealer*.

Es la misma Sección 11A la que mandata a la SEC para que facilite el establecimiento de un sistema de mercado nacional. A esos efectos ese regulador emitió un conjunto de reglas agrupadas en la denominada **Regulation NMS**.^{8 9} Entre esas reglas se destaca:

- a) Las bolsas de valores deben contar con planes de reporte de transacciones referidos a las acciones listadas en ellas y a los valores NASDAQ.
- b) Las bolsas de valores deben, en todo momento que estén en funcionamiento, recolectar, procesar y divulgar información sobre las cotizaciones, y los “*best bid*” y “*best offer*” (los precios más alto de oferta de compra y de venta).
- c) La denominada “**Order Protection Rule**” requiere que las bolsas de valores establezcan, mantengan y hagan cumplir políticas y procedimientos diseñados para

⁵ IOSCO (2017) Objectives and Principles of Securities Regulation.

IOSCO (2017) Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation

⁶ Principios 33 y 34. IOSCO (2017) Objectives and Principles of Securities Regulation.

⁷ La Securities Exchange Act en su sección 3(a)(4)(A) define como *broker* a todo aquel involucrado en el negocio de efectuar transacciones de valores por cuenta de terceros, mientras que la sección 3(a)(5)(A) establece que un *dealer* es quien participa en el negocio de compra y venta de valores por cuenta propia.

⁸ Title 17 Commodity and Securities Exchanges. Chapter II. Regulation NMS, Parts 240.600-614.

⁹ La última versión de esa regulación data de diciembre 2020, que rige a contar del 8 de junio 2021

prevenir la ejecución de transacciones a precios inferiores a los que hubiere en el mercado.

- d) La regla **"Access Rule"**, según la cual las bolsas de valores no podrán imponer términos injustos que impidan o inhiban a cualquier persona el obtener un acceso eficiente, a través de un miembro de la bolsa o de una asociación nacional de intermediarios,¹⁰ a las cotizaciones de una **NMS stock** dispuesta en sus terminales. Una NMS stock es todo valor, distinto de una opción, para el cual la misma regulación exige el plan de reporte al que se hace referencia en la letra a) anterior. Según clarifica la SEC,¹¹ esta regla permite el "acceso indirecto" a tales bolsas, ya que se permite y facilita el uso de "private linkages" o vínculos privados, que son provistos por "connectivity providers" para esos efectos.

La SEC señala que los beneficios de esos vínculos privados, incluida su flexibilidad para satisfacer las necesidades de los diferentes participantes del mercado, justifican la adopción de ese modelo en lugar del uso de un único "vínculo" (medio de interconexión) entre mercados.¹²

Adicionalmente la Access Rule considera aspectos sobre las tarifas que pueden cobrar las bolsas. Esa regla limita las tarifas que una bolsa puede cobrar para acceder a los valores cotizados en sus sistemas en el marco del NMS. Esa tarifa no puede ser mayor a \$0,003 USD por acción (se refiere a la tarifa en el centro bursátil de "destino", es decir, aquella bolsa en la que se ejecuta la operación) ¹³.

B. UNIÓN EUROPEA

A nivel europeo la interconexión bursátil puede ser analizada desde dos perspectivas: la integración entre distintos mercados de un mismo país, como, por ejemplo, la integración de las cuatro bolsas de España; y la integración entre mercados de diferentes estados miembros de la Unión Europea, por ejemplo, Euronext.

Cabe considerar que el plan de acción de la Comisión Europea¹⁴ ha tenido como objetivo el crear un mercado financiero único en Europa, lo cual desarrolló mediante directivas comunitarias como la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, MiFID, (Directiva 2004/39/UE), la que fue reemplazada el 2014 por la Directiva Europea 2014/65/UE, conocida como MIFID II. Los principios de reconocimiento mutuo y de supervisión del estado miembro de origen implican que una empresa de servicios de inversión ("ESI") autorizada en su Estado miembro de origen, debe poder prestar servicios o realizar actividades de inversión en toda la Unión Europea, sin necesidad de solicitar una autorización adicional de la autoridad competente del Estado miembro en el que desee prestar los servicios.

En tal contexto, la MIFID II establece como principio base la mejor ejecución de las órdenes de clientes. El artículo 27 de esa directiva dispone, como una obligación para las ESI, que la

¹⁰ Asociación de broker-dealers registrada ante la SEC de acuerdo con Section 15A of the Exchange Act. Esto corresponde a FINRA en la práctica.

¹¹ SEC (2005). Release No. 34-51808; File No. S7-10-04. Obtenido de: <https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>

¹² SEC (2005). Release No. 34-51808; File No. S7-10-04.

¹³ En rigor, la regla señala que no puede ser mayor a \$0,003 para acciones cuyo precio es igual o mayor a \$1 y no puede ser mayor a un 0,3% en el caso de acciones con precios menores a \$1 USD.

¹⁴ Plan de acción de servicios financieros (PASF). Obtenido de: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM%3AI24210>

ejecución de las órdenes de sus clientes se deba realizar en las condiciones más ventajosas para aquellos, teniendo en cuenta el precio, los costos, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen o cualquier otra consideración pertinente. Por lo tanto, ante la existencia de más de un centro de negociación, se debe tener en cuenta las comisiones y los costos de la propia ESI derivados de la ejecución de la orden en cada uno de los distintos centros de negociación. No obstante, el mismo artículo establece que, en el caso que haya una instrucción específica del cliente, la ESI deberá ejecutarla según lo disponga tal instrucción y, por lo tanto, eventualmente en condiciones que no cumplan con el principio de mejor ejecución de las órdenes.

De conformidad con esas disposiciones, se observa que el principio de mejor ejecución de órdenes en Europa está determinado por un conjunto de condiciones que son más que solo el factor precio. La MIFID II complementa el marco regulatorio mediante exigencias para las ESI, contenidas en el mismo artículo 27, entre ellas que los estados miembros deban exigir que:

- Las ESI establezcan y apliquen una política de ejecución de órdenes que les permita obtener para sus clientes el mejor resultado posible. Además, esa política debe incluir, con respecto a cada clase de instrumentos financieros, información sobre los distintos centros de negociación en que la ESI ejecute las órdenes de sus clientes y los factores que influyan en la elección del mismo.
- Las ESI supervisen la efectividad de sus sistemas y de su política de ejecución de órdenes, con el objeto de detectar y corregir cualquier deficiencia, particularmente, comprobando si los centros de negociación considerados en esa política proporcionan los mejores resultados posibles para sus clientes o si es necesario cambiar sus sistemas de ejecución.
- Las ESI no perciban ningún tipo de remuneración, descuento o beneficio no monetario por dirigir órdenes de clientes a un centro de negociación en particular, que infrinja los requerimientos en materia de conflictos de intereses o de incentivos a los que se refiere la misma normativa en su artículo 16, apartado 3, 23 y 24.
- Las ESI publiquen anualmente, respecto a cada clase de instrumento financiero, cuáles son los cinco principales centros de negociación en que se han ejecutado las órdenes, en términos de volúmenes de negociación.

Adicionalmente, la Directiva contempla disposiciones que apuntan a la integración de mercados pertenecientes a distintos estados miembros de la Comunidad Europea. En concreto, el artículo 36 establece que los estados miembros exigirán que las ESI de otros estados miembros que estén autorizadas a ejecutar órdenes de clientes o a negociar por cuenta propia, tengan derecho a convertirse en miembros de los mercados regulados establecidos en su territorio o tengan acceso a ellos, ya sea estableciendo sucursales en ese estado, o bien haciéndose miembros remotos o teniendo acceso a distancia al mercado regulado, cuando los procedimientos de negociación y sistemas del mercado no requieran una presencia física para la realización de operaciones.

A su vez, el numeral 6 del artículo 53 señala que los estados miembros deben permitir que los mercados regulados de otros estados miembros establezcan en su territorio los mecanismos apropiados para facilitar el acceso a dichos mercados y la negociación remota en ellos a miembros o participantes establecidos en su territorio.

España

En el caso de España se ha observado una experiencia de interconexión entre las bolsas de esa

jurisdicción, la que fue impulsada por una disposición legal de 1988 que dispuso que las bolsas debían implementar un sistema de interconexión y una sociedad gestora de tal sistema.

La Ley de Mercado de Valores, Ley 24/1988 que entró en vigencia en enero de 1989, reguló en su artículo 49 el “sistema de interconexión bursátil”, según el cual las bolsas, en ese momento bolsas independientes de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, debían contar con un sistema de interconexión a través de una red informática. Para esos efectos, el artículo 50 de la misma ley dispuso de la creación de una “sociedad de bolsas”, que debía ser constituida por las sociedades rectoras de las bolsas de valores,¹⁵ como la entidad a cargo de la gestión del referido sistema.

Respecto de los instrumentos, el artículo 49 estableció que en el sistema de interconexión se negociarían aquellos valores que estableciera la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) de entre los que estuvieren previamente admitidos a negociación en, al menos, dos bolsas de valores, a solicitud de la entidad emisora y previo informe favorable de la sociedad de bolsas.

Cabe mencionar que la materia está hoy regulada por los artículos 56 al 58 del Real Decreto Legislativo 4/2015 por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

En tal contexto, la primera iniciativa que interconectó a las bolsas se llevó a cabo en 1989, cuando comenzó a funcionar, operado por la Sociedad de Bolsas S.A, el mercado continuo para acciones denominado “CATS” (Computer Assisted Trading System). Este arrancó con siete valores y al final del año contaba con 51. Ese sistema funcionó hasta 1995, momento en que fue sustituido por el Sistema de Interconexión Bursátil (“SIBE”) que, actualizado a SIBE-SMART, es el que se utiliza en la actualidad.

En términos prácticos, el SIBE es una plataforma electrónica, gestionada por Sociedad de Bolsas S.A., que conecta directamente a las cuatro bolsas de valores españolas para la negociación de acciones, ETFs y warrants, permitiendo a los miembros del mercado el acceso al sistema y la introducción de órdenes a través de los terminales de cada bolsa.

Actualmente, esa plataforma interconecta a bolsas que forman parte de un mismo holding. La integración societaria de las bolsas comenzó en junio de 2001, fecha en que las sociedades rectoras de las cuatro bolsas españolas, MEFF Holding de Productos Financieros Derivados, AIAF Mercado de Renta Fija, Senaf, la Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación “IBERCLEAR” y FC&M Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, firmaron un protocolo de integración con el objetivo de constituir una sociedad holding que agrupara patrimonialmente a todas esas entidades y actuara como “*centro integrador del conjunto de los mercados españoles*”. En diciembre del mismo año se promulgó una modificación a la Ley de Mercado de Valores, incluyendo la disposición adicional decimoséptima, mediante la Disposición Adicional Decimonovena de la Ley 24/2001, lo que permitió que una sociedad holding pudiera adquirir directa o indirectamente la totalidad del capital de todas o algunas de las sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles. Con ello, en febrero de 2002 se constituyó Bolsas y Mercado Españoles (“BME”).

¹⁵ Sociedad responsable de la organización y funcionamiento de una bolsa, de conformidad a lo dispuesto en el artículo 54 de Ley del Mercado de Valores.

IV. MARCO REGULATORIO VIGENTE

A. FUENTE LEGAL

El inciso segundo del artículo 44 bis de la LMV, modificado por la Ley N°21.314, establece que: *"las bolsas deberán establecer mecanismos de interconexión en tiempo real, con calce vinculante y automático entre distintas bolsas de valores, de manera que permitan la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas, incluyendo aquellas que provengan de terceras bolsas."*

El mismo inciso dispone que, para esos efectos, la Comisión regulará mediante norma de carácter general los sistemas de negociación que deberán interconectarse de manera vinculante, y la forma, condiciones, requisitos técnicos, de comunicación, de seguridad y cualquier otro que deban cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes para efectos de implementar la norma, velando siempre por el adecuado funcionamiento del mercado financiero.

Cabe mencionar que, adicionalmente, la Ley N°21.314 incorporó un nuevo literal i) al artículo 44 de la Ley N°18.045, en virtud del cual la reglamentación de las bolsas, que se somete a aprobación de esta Comisión, deberá contemplar normas que establezcan las estructuras tarifarias de interconexión u otras condiciones aplicables a sus participantes o a terceras bolsas. Esta disposición tendría como objetivo que la Comisión vele porque se establezcan condiciones tarifarias que no limiten la interconexión.¹⁶

Por último, la normativa se enmarca dentro de las facultades conferidas por los numerales 1 del artículo 5 y en el numeral 3 del artículo 20; todos del DL N°3.538.

B. CONTEXTO NORMATIVO

Diversos antecedentes han dado lugar a que el legislador impusiera la obligación de interconexión en los términos contemplados en la Ley N°21.314.

La problemática tuvo su origen más evidente el año 1997, cuando la Bolsa de Comercio de Santiago decide modificar su sistema de cobros de derechos de bolsa, eliminando una exención de pagos de derechos por operaciones de cartera propia a sus corredores si adquirían o enajenaban los valores en otras bolsas de valores.

En respuesta, la entonces Bolsa de Corredores de Valparaíso decide formular una denuncia ante la ex Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), por eventual práctica anticompetitiva.

Para efectos de conocer la opinión de la entonces Comisión Preventiva Central (CPC)¹⁷, la ex SVS puso en su conocimiento dicha situación. La CPC se pronunció sobre la materia mediante los Dictámenes N°1.073 y N°1.078, ambos de 1999. En tales dictámenes ese organismo público ordenó a la Bolsa de Comercio de Santiago dejar sin efecto esa reforma de su reglamentación por cuanto resultaba contraria a las normas de defensa de la libre competencia.

¹⁶ Según se describe en la Historia de la Ley N°21.314.

¹⁷ Antecesora legal, junto a la Honorable Comisión Resolutiva Antimonopolios, del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

Posteriormente esa conclusión se reafirmó mediante las Resoluciones N°556 del 4 de enero de 2000 y N° 647 del 16 de abril de 2002 de la Honorable Comisión Resolutiva Antimonopolios¹⁸, frente a los recursos de reclamación efectuados por la Bolsa de Comercio de Santiago a los dictámenes N°1.073 y N°1.078 ya mencionados.

En dichas Resoluciones, la Comisión Resolutiva Antimonopolios instruyó a las bolsas de valores convenir sistemas tendientes a reanudar las llamadas operaciones interbolsas, de acuerdo con las normas legales, los reglamentos y estatutos vigentes de cada una de ellas, a fin de facilitar el cierre de las operaciones entre corredores de distintas Bolsas. Ello, con el objetivo de crear las condiciones necesarias para la existencia de un mercado bursátil “unificado, equitativo, competitivo, ordenado y transparente”.

Para lo cual, en la Resolución N°647 (considerando N°21), se señala que cada bolsa debía *“instalar y operar a su costa un terminal computacional en la Rueda de su propia sede, conectado en línea con los terminales de las otras Bolsas de Valores, a fin de que si un corredor de otra bolsa tiene una orden de compra o de venta que no haya sido capturada en su propia rueda, la respectiva bolsa a la que pertenece el corredor la comunique a la rueda de otras bolsas, la que puede ser interferida por un corredor de cualquiera de ellas, transacción que debe ser comunicada de inmediato a las respectivas bolsas de valores a las que pertenezcan los corredores que han intervenido en la operación”*.

Además, la referida Resolución establece que esas operaciones no estarían afectas al cobro de derechos de bolsa y que los costos de la interconexión serían de cargo, por partes iguales, de todas las Bolsas.

Posteriormente, en el año 2015, y luego de una investigación efectuada por la Fiscalía Nacional Económica, ese organismo estimó pertinente solicitar al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (“TDLC”) que propusiera al Ejecutivo un conjunto de perfeccionamientos al marco jurídico aplicable a las bolsas de valores con el objeto de generar un mayor grado de competencia. Esto, mediante una modificación al artículo 44 bis de la Ley N°18.045, con el objeto de establecer un sistema de operaciones interbolsas con calce vinculante, automático e instantáneo, a lo menos respecto de acciones y cuotas de fondos de inversión que se transen por medio del pregón electrónico.

Dentro de los argumentos que sostuvo la FNE para sostener esa recomendación era que *“si bien la ley permitiría la existencia de múltiples bolsas de valores, lo que generaría competencia entre ellas, también produciría fragmentación, la que conllevaría una reducción en la liquidez de cada uno de los mercados individuales; aparejaría una barrera de entrada para nuevas bolsas; entorpecería el cumplimiento del principio de mejor ejecución de las órdenes; y, afectaría la correcta formación de los precios y, consecuentemente, los flujos de información para la eficiente asignación de los recursos”*. Por lo que una forma de mejorar la competencia entre las bolsas sería *“la interconexión de sus ruedas, la que permitiría que una orden sea calzada con la mejor orden contraria disponible en el mercado, con independencia de la bolsa en que cada una de ellas haya sido ingresada”*.

¹⁸ Antecesora legal, junto a la Comisión Preventiva Central, del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

En virtud de lo anterior, el TDLC estimó procedente dictar la Proposición Normativa N°18 de 2016 que contempló lo siguiente:

- Establecer un sistema de interconexión obligatoria, con calce vinculante y automático entre las distintas bolsas de valores del país, mediante la modificación del inciso segundo del artículo 44 bis de la Ley N° 18.045. Al establecer dicho sistema se debería analizar si se debe imponer un peaje por las operaciones interbolsas, cuyo monto sería determinado por el regulador, el que podría ser aplicable únicamente si el costo marginal de las operaciones interbolsas fuera mayor que cero.
- Establecer los requisitos y condiciones de seguridad que deberían cumplir las bolsas de valores que operen en el sistema propuesto, que permitan enfrentar adecuadamente los riesgos de crédito y contraparte.
- Otorgar a los inversionistas el derecho a exigir que una determinada orden pueda realizarse bajo ciertas condiciones siguiendo sus instrucciones, lo que implicaría que aquel podría privilegiar la ejecución de su orden en una determinada bolsa.

Dicha proposición normativa habría motivado que el Ejecutivo ingresara la reforma introducida por la Ley N°21.314.

En complemento de las acciones adoptadas por los organismos públicos antes descritos, la ex SVS, en el año 2004, emitió el Oficio Circular N°253, mediante el cual reiteró el principio de mejor ejecución de las operaciones de clientes por parte de los corredores de bolsa e instruyó a las bolsas a objeto que adopten sistemas de intercambio de información y difusión, en tiempo real, que permitan a cada bolsa y sus respectivos corredores conocer en todo momento los mejores precios ofertados en los demás centros bursátiles.

Al referirse a las operaciones interbolsas, el Oficio Circular destaca que no es suficiente con que los sistemas que establezcan las bolsas permitan a un intermediario llevar las órdenes a otro centro bursátil, sino que, además, tales sistemas deben garantizar que se dará la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas. Adicionalmente, se indica que aquello no obsta a que las bolsas deban convenir, en términos no discriminatorios respecto a los de sus propios corredores, exigencias de garantías y seguridad mínimas equivalentes para el corredor de la otra bolsa que pretenda participar de una operación interbolsa, así como mecanismos de resolución de conflictos y controversias sobre estas operaciones.

A su vez, en el año 2015, la ex SVS, mediante la Norma de Carácter General N°380 de 2015 vuelve a impartir instrucciones a los corredores de bolsas de valores y de productos, reiterando que en el ejercicio de su actividad esas entidades siempre deben velar por el cumplimiento del principio de mejor ejecución de órdenes. En particular, el inciso primero de la Sección III de esa normativa señala que toda orden que reciba el intermediario debe ser ejecutada privilegiando siempre el mejor interés de cada cliente, y que el intermediario debe elegir y utilizar los mercados y sistemas de negociación en que se logre el mejor interés de cada cliente.

Por último, luego de promulgada la Ley N°21.314, y con el objeto de contar con mayores antecedentes para poder proceder con la aprobación de la reglamentación interna presentada por las bolsas para efectos de cumplir con la obligación de interconexión y elaborar la presente propuesta normativa, esta Comisión, mediante Oficio Reservado N°66525 de agosto de 2021, decide consultar a la Fiscalía Nacional Económica su opinión respecto a un conjunto de materias relacionadas con la organización industrial de las bolsas de valores, que se estimó conveniente conocer para contrastarlas con la visión que tenía esta Comisión. Un resumen de esa visión, así como de la respuesta de la FNE contenida en el Oficio Ord N° 1639 del 23 de noviembre 2021, se presenta en la Sección VI de este documento.

V. SISTEMAS ACTUALES DE CALCE AUTOMÁTICO

En la actualidad, las bolsas de valores tienen aprobados distintos sistemas de negociación, que poseen disímiles características.

Es así como la Bolsa de Comercio de Santiago tiene aprobados el sistema Telepregón, Remate, Remate Holandés, Licitación, Ofertas a firme en bloque y Subasta de libro de órdenes, entre otros. Por su parte, la Bolsa Electrónica de Chile tiene Pregón, Remate y Licitación.

Dichos sistemas presentan características distintas. En particular, los sistemas Subastas, Remates, Ofertas a firme en bloque, Licitación y Subasta de libro de órdenes de la Bolsa de Comercio de Santiago tienen como característica principal y común, que se ingresa las ofertas al sistema y el calce no se produce de manera automática, aunque pueda existir compatibilidad en el precio. El calce se difiere hasta la finalización del sistema de negociación respectivo, para que se concreten las operaciones de compra venta, en el caso de que se cumplan las condiciones que cada sistema defina.

Por su parte, el sistema de Telepregón de la Bolsa de Comercio de Santiago y el Pregón de la Bolsa Electrónica de Chile, sin considerar las modalidades de subastas de apertura, cierre y volatilidad, son los únicos sistemas en los que, al momento de ingresar ofertas compatibles se produce un calce de manera automática.

Teniendo en consideración que la obligación de interconexión está referida a los sistemas de calce automático, sólo cumplirían dicha condición los sistemas Telepregón de la Bolsa de Comercio y Pregón de la Bolsa Electrónica, con excepción de las modalidades de subastas que contemplan esos sistemas.

VI. CONCLUSIONES DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y OTROS ANTECEDENTES RELEVANTES

De lo observado en la experiencia de las jurisdicciones extranjeras analizadas precedentemente, se concluye que la interconexión de las bolsas resulta ser una condición necesaria para dar cumplimiento al principio de mejor ejecución de las órdenes de los clientes. En efecto, en Estados Unidos y a nivel de Directiva Europea la interconexión está determinada porque los intermediarios puedan ejecutar las órdenes de sus clientes en aquel centro de negociación en que se encuentran vigentes las mejores condiciones de ejecución.

No obstante, no se observa un único criterio para definir cuáles son las condiciones que informan la mejor ejecución. Es así como en el caso de los Estados Unidos de Norteamérica la única condición es el precio, mientras que en la Unión Europea son un conjunto de consideraciones dentro de las que se encuentra la instrucción del cliente respecto al lugar en que quiere sea ejecutada su orden.

A su vez, de la revisión de las recomendaciones y prácticas internacionales se puede observar que, para propender a la mejor ejecución de las órdenes y, al mismo tiempo, preservar la innovación, competitividad y seguridad del mercado secundario, resulta necesario establecer a las bolsas un estándar común de operación y regular ciertos aspectos relacionados con las tarifas, tanto para evitar que se atente contra la competencia, como para evitar que se generen desincentivos a invertir en infraestructura y generar nuevas líneas de negocios.

Al respecto, es importante destacar que tanto la FNE como esta Comisión comparten la visión en cuanto a que las tarifas que debiera sufragar la corredora deben corresponder a las que establezca la bolsa en la que el intermediario decide ingresar la orden del cliente, independiente de la bolsa en que finalmente se produzca el calce. Ello, ya que de esta forma se fomenta la competencia entre bolsas a través de la oferta de servicios complementarios y mejores estándares de operación, manteniendo el valor de las tarifas a niveles de un mercado competitivo. Ya que, si las tarifas resultan muy elevadas o no se condicen con los servicios y estándares de operación, las corredoras operarán por otra bolsa.

También se comparte la visión de la FNE en cuanto a que, para que efectivamente sea indiferente para el inversionista la bolsa en la que se ejecute la operación, es necesario que el modelo de interconexión se sostenga en estándares de liquidación, de garantías y funcionamiento. Más aún, si se impide al cliente y corredora elegir el centro bursátil donde se ejecutará la operación y, por tanto, el riesgo de contraparte de la misma, desfases en tiempos de ejecución y disponibilidad de servicios, entre otras consideraciones.

Por esta razón la presente propuesta contempla que las operaciones interbolsas deban ser liquidadas en una Entidad de Contraparte Central (ECC); que las corredoras deban ser participantes directos de esas entidades; y que las bolsas deban cumplir con ciertos estándares mínimos de operación.

No obstante, aunque en opinión de la FNE puede resultar conveniente que en el sistema interconectado se puedan transar todos los instrumentos cotizados en bolsas (salvo aquellos que por factores técnicos no resulte plausible), esta Comisión estima que, en el caso de los instrumentos de renta fija e intermediación financiera, y al menos en el corto plazo, no sería clara la conveniencia que presentaría la interconexión de los sistemas de calce automático en que se negocian esos instrumentos. Ello se explica pues los eventuales costos o riesgos que conlleva la interconexión vinculante de los sistemas de calce automático, y que serán observables sólo a partir de la implementación de la interconexión, podrían no ser compensados por el eventual beneficio que conllevaría dicha medida. En especial considerando que, para el mercado de instrumentos de deuda, los sistemas de negociación bursátil de calce vinculante representan una baja proporción respecto de los montos negociados en el mercado en general.

La misma situación ocurriría en el caso de los valores extranjeros, en que la liquidez y profundidad de los instrumentos está concentrada en el mercado de origen del emisor.

VII. PROPUESTA NORMATIVA

A.1 TEXTO PROPUESTO

"NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°[XXX]"

*Esta Comisión, en uso de las facultades que le confieren los artículos 5 numeral 1 y 20 numeral 3 del Decreto Ley N°3.538; 44 y 44 bis, ambos de la Ley N°18.045; y lo acordado por el Consejo de la Comisión en Sesión **[Ordinaria][Extraordinaria]** N°[XX] de **[fecha]**, ha estimado pertinente impartir las siguientes instrucciones:*

I. De los sistemas de negociación que deberán interconectarse y de la forma y condiciones que deberán cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes.

De conformidad a lo establecido en el artículo 44 bis de la Ley N°18.045, las bolsas deberán implementar un mecanismo de interconexión en tiempo real entre la modalidad de calce automático de los sistemas denominados "Telepregón" de la Bolsa de Comercio de Santiago y "Pregón" de la Bolsa Electrónica de Chile. Lo anterior, a objeto que las ofertas sobre instrumentos nacionales de renta variable que se ingresen a tales sistemas sean vinculantes entre sí; esto es, que siempre se calce la mejor oferta vigente en cualquiera de las modalidades de calce automático de las bolsas que conforme a la presente normativa deben interconectarse. Ante igualdad de precios, deberá calzarse siempre aquella oferta que fue ingresada con anterioridad en cualquiera de esas modalidades.

No quedarán comprendidas dentro de la obligación de interconexión antes aludida, las operaciones simultáneas y las operaciones a plazo.

El mecanismo de interconexión antes referido deberá utilizar aquel estándar internacionalmente aceptado de mensajería en tiempo real que las propias bolsas definan de común acuerdo o, a falta de éste, el protocolo para el intercambio de información financiera denominado "Financial Information eXchange protocol (FIX)".

Ninguna bolsa de valores, unilateralmente o de común acuerdo, podrá establecer requisito, condición o cobro alguno a sus corredores miembros o a los corredores de otra bolsa de valores para que sus ofertas ingresadas a través de otra bolsa de valores sean canalizadas mediante el mecanismo de interconexión en tiempo real y ejecutadas en sus sistemas de negociación. Lo anterior, sin perjuicio de aquel cobro que pueda efectuar la bolsa de valores a sus corredores miembros por el ingreso de ofertas directamente a través de los terminales provistos por aquélla y por los servicios complementarios que ésta les provea en virtud de contratos celebrados entre las partes.

Las bolsas podrán adoptar acuerdos entre sí a objeto de distribuirse los ingresos para sufragar los costos medios o marginales que se originen exclusivamente por la ejecución de las operaciones interbolsas y para financiar aquella innovación e inversión necesaria para preservar la confianza, eficiencia y competitividad del mercado local.

Por el carácter vinculante de la interconexión antes descrita, los corredores de bolsa deberán comunicar y advertir a aquellos clientes que desean que su oferta se ejecute en determinado centro bursátil, que ello no resulta plausible en los sistemas interconectados, pues la bolsa en la que finalmente se ejecutará la operación será aquella en la que esté vigente la mejor oferta de todas las bolsas del país.

II. De los requisitos técnicos, de comunicación y de seguridad que deberán cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes.

a. De aquellos establecidos a los corredores de bolsa y las operaciones interbolsa

Para que los corredores puedan acceder a los sistemas de negociación que, de conformidad a la ley y la presente normativa, quedarán interconectados en tiempo real y de manera vinculante, deberán tener la calidad de participante directo de una Entidad de Contraparte Central (ECC) de aquellas reguladas por la Ley N°20.345.

Además, las ofertas que sean calzadas a través de la modalidad de calce antes descrita, sólo podrán ser compensadas y liquidadas a través de los sistemas provistos por una ECC, no pudiendo las partes acordar disposición en contrario.

b. De aquellos establecidos a las bolsas de valores

Para efectos de poder acceder al mecanismo de interconexión en tiempo real de sistemas de calce automático establecido por el artículo 44 bis de la Ley N°18.045, la bolsa de valores respectiva deberá contar con:

- 1. Una infraestructura y sistemas que tengan capacidad para procesar el mínimo de: (i) el doble del mayor número de transacciones por segundo registrado en las bolsas del país durante los últimos cinco años y; (ii) mil transacciones por segundo. Sin perjuicio de lo anterior, las bolsas deberán garantizar que sus sistemas puedan hacer frente a un aumento súbito de transacciones, sin deterioro importante del funcionamiento de los sistemas. Lo anterior debe ser probado anualmente.*

A su vez, las operaciones interbolsas no deberán presentar una latencia superior a las de las operaciones de la propia bolsa. En todo caso, dicha latencia en ningún caso podrá ser superior a dos milisegundos, tanto para las operaciones efectuadas en la misma bolsa como para las interbolsas.

- 2. Un centro de procesamiento de datos principal y al menos uno de respaldo, permanentemente homologados en infraestructura y software, con capacidad, en cuanto a energía, refrigeración y mantenimiento, para alcanzar una disponibilidad de operación de al menos 99,98% o downtime de 1,6 horas anuales. El diseño, construcción y operación de estos centros de procesamiento de datos debe ser certificada por una entidad especializada e independiente. Estos sitios deben estar ubicados de forma tal de evitar quedar expuestos a los mismos riesgos. Finalmente, la infraestructura de telecomunicaciones y de equipamiento computacional deberá contar con la redundancia necesaria de forma de evitar los puntos únicos de falla.*
- 3. Planes de continuidad y recuperación de desastres que permitan reponer los servicios bursátiles con un tiempo objetivo de recuperación (RTO por sus siglas en inglés) no mayor a 2 horas y un punto objetivo de recuperación (RPO por sus siglas en inglés) cercano a 0. Estos planes deben ser probados anualmente.*
- 4. Al menos dos enlaces de red redundantes y exclusivos que permitan dar continuidad a la comunicación para el intercambio de mensajes o datos relacionados con los procesos de interconexión entre las bolsas.*

5. *Una unidad de dedicación exclusiva, destinada a realizar auditorías a sus corredores miembros, que cuente con los recursos humanos y materiales necesarios para formarse una opinión fundada respecto de la calidad de la gestión de riesgos de al menos el 30% de esos corredores por año, sin perjuicio de las demás auditorías que en virtud de la ley deba efectuar a sus corredores miembros.*

La metodología que se deberá emplear para esos procesos de auditoría deberá estar formalmente implementada y considerar, como mínimo, la revisión de la gestión del riesgo operacional, financiero y legal, entre otros; el cumplimiento normativo (en particular el asociado al servicio de custodia); la planificación de la auditoría (plazos e hitos relevantes); y la elaboración de informes de los resultados de la auditoría.

6. *Una unidad de dedicación exclusiva, destinada a la función de gestión de riesgos de la propia bolsa, y otra unidad, también de dedicación exclusiva, destinada a la función de auditoría interna de la bolsa.*
7. *Finalmente, a efectos de que exista coherencia y concordancia en los registros de ingreso, modificación y eliminación de ofertas, y cierre de transacciones interbolsa, las bolsas deberán sincronizar los relojes para los sistemas de negociación interconectados.*

Todo lo anterior, no obsta a la obligación que corresponde a las bolsas de valores de adoptar las medidas que sean necesarias a objeto de mantener la disponibilidad de sus servicios, resguardar la seguridad de la información y comunicar oportunamente a esta Comisión toda situación que afecte o pueda afectar gravemente su funcionamiento.

DEROGACIÓN

Deróguese la Circular N°1.429 de 1999 y el Oficio Circular N°253 de 2004.

VIGENCIA

Las instrucciones establecidas en la presente Norma de Carácter General rigen a contar de esta fecha.

Las bolsas deberán adecuar su reglamentación, así como sus sistemas de negociación a efectos de interconectar los sistemas a que se refiere esta normativa en un plazo de 3 meses a contar de esta fecha.”.

VIII. ANÁLISIS DE IMPACTO DE LA PROPUESTA

La propuesta normativa contempla tres grupos de exigencias: sistemas y condiciones tarifarias de interconexión; estándares de operación y funcionamiento de las bolsas; estándares de liquidación de las operaciones interbolsas. Estas exigencias tienen como objetivo implementar una propuesta tarifaria acorde a las visiones de la CMF y FNE en materia de competencia y contestabilidad de las bolsas, pero resguardando que de ello no resulte un esquema de competencia que debilite los estándares de operación y funcionamiento de las bolsas y sus mecanismos de liquidación. Con lo cual la CMF cumple tanto con su mandato de desarrollo y correcto funcionamiento del mercado, como con el objetivo específico de interconexión de la Ley N°21.314.

Respecto del primer grupo de requisitos, la normativa acota la obligación de interconexión a los actuales sistemas que cumplen la condición de ser de calce automático, pero solo para renta variable. Ello, en el entendido que el beneficio de la interconexión para esos valores sería significativo y superior a los eventuales riesgos y costos de la medida, por ser los sistemas de calce automático de las bolsas, donde se concentra la liquidez y profundidad del mercado de esos instrumentos. Obligar la interconexión de los sistemas de renta variable, permite focalizar los recursos necesarios para la adecuación de sistemas por parte de las bolsas, y mitigar las eventuales distorsiones que se generen en el normal funcionamiento de cada una de ellas. Esto no obsta a que, con posterioridad a implementada esta interconexión, la Comisión estimare pertinente o necesario modificar la normativa para ampliarla a otro tipo de instrumentos.

A su vez, establecer que las bolsas no podrán contemplar cobro alguno a los corredores por las ofertas que ingresen a través de los terminales de otras bolsas, debería ayudar a fortalecer la competencia entre bolsas mediante menores tarifas, mejores y más servicios de transacción y complementarios. Esto, puesto que, ante igualdad de tarifas, las corredoras debieran escoger aquella bolsa que presente los mejores servicios y, frente a un incremento en las tarifas que no se condiga con una mayor oferta de servicios, debieran escoger aquella con menores tarifas. Ya que sus ofertas siempre se calzarán en aquella bolsa que tenga la mejor oferta, independiente de donde sean ingresadas. Asimismo, esto debiera generar incentivos a invertir en innovación y oferta de servicios complementarios ya que, frente a una similar estructura de costos, las bolsas debieran cobrar tarifas equivalentes, siendo la oferta de esos servicios o mejores condiciones de operación aquella variable de diferenciación o competencia para atraer a los corredores a sus bolsas.

Eventualmente, la prohibición de cobros por las operaciones interbolsas antes descrita podría generar el efecto indeseado de impedir a la bolsa en que se ejecuten las operaciones cubrir los costos directos de esa ejecución. Sin embargo, se espera que ello no ocurra o esté atenuado por las siguientes consideraciones:

- Los costos marginales debieran ser cercanos a cero, pues los costos de procesar las transacciones son principalmente fijos;
- La estructura tarifaria es por oferta ejecutada, por lo que, respecto de la operación interbolsa, cada bolsa recibirá la tarifa por la punta que se ingresó a través de su terminal;
- El equilibrio antes descrito debiera generar los incentivos para que las bolsas acuerden entre sí la forma en que se distribuirán los ingresos percibidos para sufragar los costos de interconexión, reinversión e innovación.

A este último respecto, la propia normativa señala que la prohibición de cobro antes descrita en ningún caso obsta a que las bolsas puedan acordar una modalidad de distribución de ingresos con el objeto de sufragar los costos de interconexión y para financiar aquella innovación e inversión necesaria para preservar la confianza, eficiencia y competitividad del mercado local.

Respecto del segundo grupo de requisitos, la propuesta homologa los actuales estándares de operación y funcionamiento de las bolsas y, con ello, establece un estándar mínimo necesario para el cumplimiento de los estándares que debe tener un mercado moderno y eficiente, y así evitar que la competencia sea vía la reducción de calidad. De esta forma, ninguna bolsa, ni entrante ni existente, podrá competir mediante disminuciones en las tarifas que sean compensadas a través de menores costos vinculados con un detrimento en las funciones de

autorregulación o de las condiciones mínimas de operación en el mercado.

Asegurar la calidad es importante, más aún si se considera que todo detrimento de esa naturaleza no solo afectará a los corredores de la propia bolsa, sino que de todas las bolsas en general, pues la obligación de interconexión y la condición de ofertas vinculantes traspasará cualquier riesgo operacional de una de las bolsas, a las demás. Por esta razón resulta atendible que la normativa establezca un conjunto de estándares tendientes a resguardar:

- La disponibilidad y continuidad del sistema de interconexión;
- La capacidad de procesamiento y tiempos de respuesta del sistema interconectado;
- La firmeza y finalidad de las operaciones interbolsa; y
- La indiferencia o neutralidad del lugar de ejecución de la operación, ante la existencia de riesgos operacionales equivalentes.

Con todo, estas exigencias elevarán los costos de aquellas bolsas que hoy no cumplen esas condiciones. En especial, en el caso de aquellas bolsas cuya modalidad de funcionamiento sea principalmente sin intervención humana, puesto que algunas de las exigencias requieren de la contratación de personas para cumplir con las funciones de auditoría a corredoras, gestión de riesgos y auditoría interna.

En cuanto al tercer grupo de condiciones, el principal beneficio es que dan soporte al modelo de neutralidad de elección de las bolsas, puesto que, ante la imposibilidad del cliente y la corredora de elegir en qué bolsa se ejecuten sus operaciones y la contraparte de la misma, debe necesariamente establecerse un estándar de liquidación que equipare los riesgos. Ello se logra forzando la compensación y liquidación a través de una entidad de contrapartida central de aquellas reguladas por la Ley N°20.345, y exigiendo que las corredoras deban actuar como participantes directos de las mismas. Esta condición, necesaria para el correcto funcionamiento del mercado, impactará en mayores costos a aquellos corredores que actualmente no tienen esa calidad. También aumenta la inversión necesaria para la creación de nuevas corredoras.

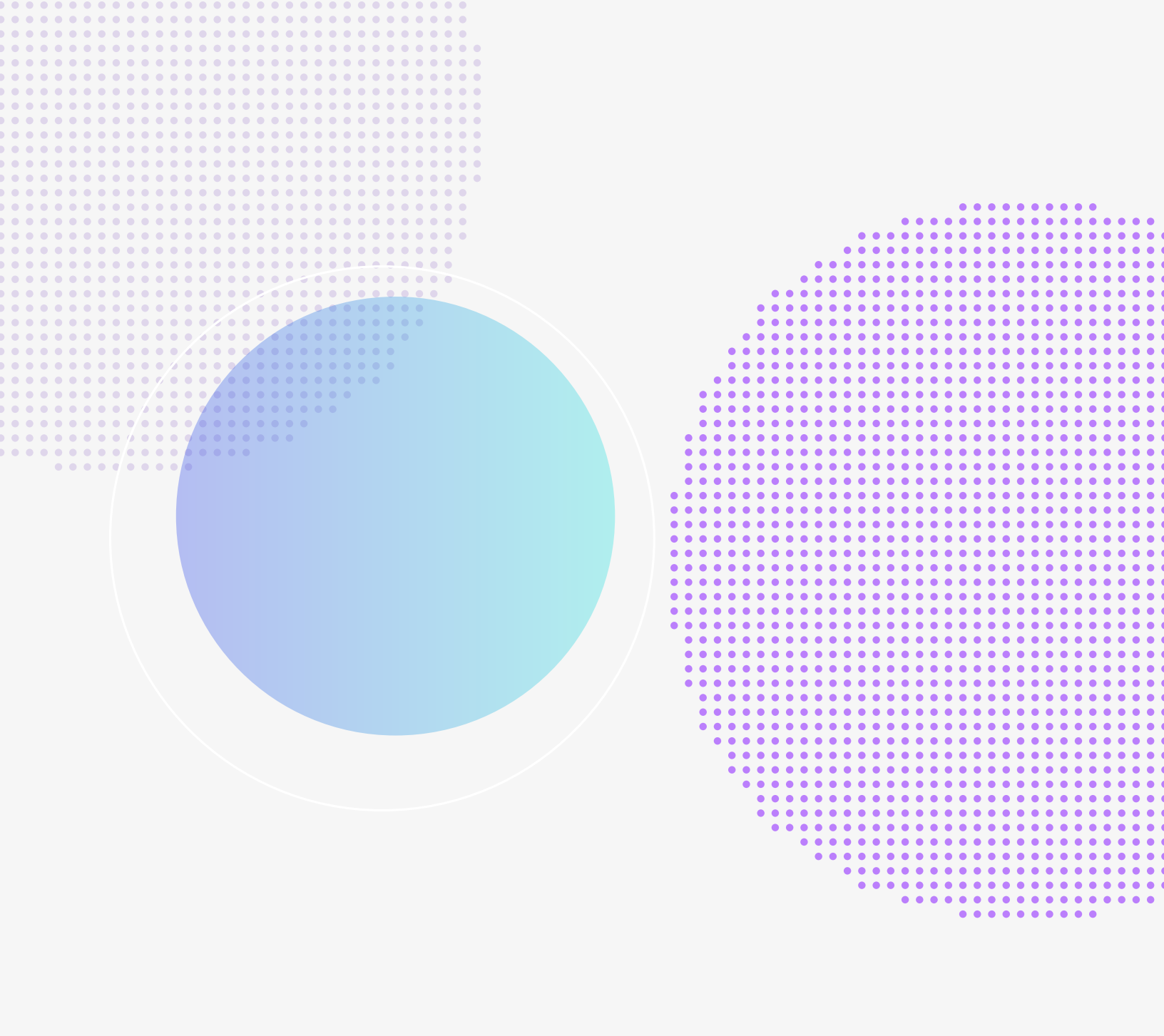
IX. CONTRIBUCIONES AL PROCESO CONSULTIVO

Sin perjuicio de los demás elementos, sugerencias u observaciones que los distintos actores o usuarios del mercado financiero pudieren manifestar en el proceso consultivo a que se somete la presente propuesta, se espera conocer de las bolsas de valores, los corredores de bolsa y público en general:

- a) Si, con los requisitos establecidos por la presente propuesta normativa, se estará fortaleciendo la competencia entre bolsas de valores y preservando la confianza y eficiencia del mercado o, por el contrario, se introducirán distorsiones que pudieran afectar el normal funcionamiento del mercado.
- b) Si los requisitos establecidos en la propuesta normativa son aquellos que resulta razonable establecer para los fines perseguidos por la normativa o debieran incorporarse otros adicionales o sustitutos.
- c) Si el plazo de 3 meses que contempla la normativa para que las bolsas puedan adecuar sus sistemas y reglamentación, resulta suficiente para una adecuada implementación o, por el contrario, resulta excesivo o insuficiente. Acompañando antecedentes que

permitan evaluar esa evaluación.

- d) Si son compartidos los costos, riesgos y beneficios que observa en la propuesta normativa o hay otros que resulta conveniente tener a la vista para efectos de los potenciales impactos de la misma.



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO