



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO

Interconexión de Bolsas

Julio 2022

www.CMFChile.cl

Informe Final

Interconexión de Bolsas

Julio 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	7
IV.	Marco Regulatorio Vigente	9
A.	Fuente Legal.....	9
B.	Contexto Normativo	10
V.	Sistemas Actuales de Calce Automático	12
VI.	Principales Conclusiones	13
VII.	Primer Proceso de Consulta Pública	14
VIII.	Opinión emanada de un tercero experto	15
IX.	Segundo Proceso de Consulta Pública	16
X.	Propuesta Final	17
A.	Contenido de la Propuesta Final	17
XI.	Análisis de Impacto de la Normativa	21

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.

Entre el 17 de enero y el 11 de febrero de 2022, esta Comisión sometió a consulta pública una propuesta normativa la cual recibió comentarios de ambas bolsas de valores, además de distintas corredoras presentes en el mercado. En atención a los comentarios recibidos, el Consejo de la Comisión tomó la decisión de contratar la asesoría de un experto internacional para que, desde su juicio independiente y técnico, aportara antecedentes que ayudaran a la Comisión a emitir la referida normativa.

Posteriormente el Consejo de la Comisión estimó pertinente someter a consulta pública una nueva versión de la propuesta normativa, lo cual se efectuó entre el 30 de mayo y el 17 de junio de 2022.

El presente informe refleja la finalización del proceso de desarrollo normativo que ha llevado a cabo la Comisión y que considera los comentarios recibidos en ambos procesos consultivos, y las opiniones del consultor experto.

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

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*.

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 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

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

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.

- 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 altos 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 prevenir la ejecución de transacciones a precios inferiores a los que hubiere en el mercado, es decir, es el precio el único factor que determina la mejor ejecución de una orden.
- 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.

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

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.

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 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

¹⁴ Plan de acción de servicios financieros (PASF). Obtenido de: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM%3A124210>

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.¹⁶

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,

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.

¹⁶ 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.

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 de negociación y la introducción de órdenes a éste través de terminales de contratación manual y aplicaciones externas. Dichas aplicaciones externas pueden ser desarrolladas por un miembro del mercado o por un tercero, y deben ser homologadas y certificadas con las especificaciones y filtros establecidos por la Sociedad de Bolsas.

El SIBE tiene como reglas básicas de negociación:¹⁷

- i) Prioridad precio-tiempo de las órdenes: las órdenes se sitúan en el libro en orden de mejor precio en primer lugar, mientras que, a igualdad de precio, las órdenes que se sitúan en primer lugar (y, por tanto, tienen prioridad), son aquellas que se han ingresado primero.
- ii) Mejor precio del lado contrario: las órdenes que ingresan al sistema se ejecutan al mejor precio del lado contrario, esto es, si es una orden de compra susceptible de ser negociada, se negociará al precio de la primera orden del lado de las ventas del libro de órdenes, y viceversa.

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").

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

¹⁷ BMX (2021). Modelo de Mercado Acciones y Derechos.

BMX (2021). Modelo de Mercado Acciones y Derechos ETFs, Warrants.

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.¹⁸

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)¹⁹, 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.

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 Antimonopolios²⁰, 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,

¹⁸ Según se describe en la Historia de la Ley N°21.314.

¹⁹ Antecesora legal, junto a la Honorable Comisión Resolutiva Antimonopolios, del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

²⁰ Antecesora legal, junto a la Comisión Preventiva Central, del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

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”*.

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, consultó 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, están consideradas 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. PRINCIPALES CONCLUSIONES

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 deban 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 los Estados Unidos de Norteamérica la única condición es el precio, mientras que en la Unión Europea el precio, los costos, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen o cualquier otra consideración pertinente. Además, en la Unión Europea, el intermediario debe cumplir con la instrucción del cliente respecto al lugar en que quiere que sea ejecutada su orden y, por lo tanto, eventualmente en condiciones que no cumplan con el principio de mejor ejecución.

A su vez, se concluye 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 comunes 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, ponderar 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 resulta conveniente que en el sistema interconectado se puedan transar todos los instrumentos cotizados en bolsas (salvo aquellos que por factores técnicos no resulte plausible), para la presente propuesta normativa esta Comisión estima conveniente avanzar sólo en la interconexión de ciertos sistemas de negociación de renta variable. Ello, debido a que podrían existir costos, riesgos o distorsiones para el normal funcionamiento de las corredoras, de las bolsas o del mercado en general que sólo sean observables luego de implementada la interconexión. Por lo que extender la exigencia de interconexión a otros sistemas de calce automático sin haber observado el proceso ya implementado podría exponer innecesariamente al mercado a esos mayores riesgos y costos.

Lo cual no obsta a que, con posterioridad a emitida la normativa, esta Comisión pueda evaluar eventuales modificaciones a la regulación si ello resultare necesario o pertinente a la luz de la experiencia y condiciones del mercado.

VII. PRIMER PROCESO DE CONSULTA PÚBLICA

Entre el 17 de enero y el 11 de febrero de 2022, la Comisión sometió a consulta pública la primera propuesta normativa, recibándose comentarios de ambas bolsas de valores, además de distintas corredoras de bolsa.

En general las principales inquietudes de las corredoras estaban referidas a cómo el proceso de interconexión las afectaría en su quehacer diario y los problemas que se podrían suscitar derivado de ello. Por ejemplo, si con motivo del proceso de integración sería o no necesario adaptar sistemas y procesos, y los costos que ello conllevaría. Además, señalaron que los plazos contemplados en la propuesta eran muy acotados, y sugerían extenderlos considerando que ellos también se verían afectados.

En el caso de las bolsas de valores, las observaciones fueron disímiles entre sí, lo cual puede explicarse por el hecho que la normativa viene a implementar una reforma legal motivada por diferencias históricas entre ellas respecto a la necesidad y conveniencia de interconectar sus sistemas, y el modelo más idóneo para ello.

La Bolsa Electrónica de Chile (BEC), manifestó la necesidad de ampliar los sistemas de negociación que deberían estar interconectados a todos los actualmente existentes (incluyendo las subastas). Además, manifestó que las exigencias técnicas mínimas contempladas en la propuesta podrían elevar los costos de la bolsa, ya que en la actualidad no cumplirían con parte de los requisitos establecidos. A su vez, señaló que algunos de esos requisitos parecieran no estar relacionados directamente con la implementación de la interconexión y, por lo tanto, que no serían necesarios para cumplir con dicho objetivo. En particular, el requisito de contar con unidades de dedicación exclusiva para las funciones de auditoría de corredores, auditoría interna y gestión de riesgos.

Por su parte, la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) señaló que el sistema de interconexión propuesto por la Comisión sería regulatoriamente inconveniente, por los múltiples riesgos operacionales que impondría y que sería técnicamente inviable. Fundamentó estos comentarios en el informe de un experto internacional contratado por el directorio de esa bolsa para evaluar la propuesta normativa de la Comisión. La BCS también señaló que la propuesta estaría

promoviendo una estrategia de “free riding”, beneficiando a la BEC y a las eventuales terceras bolsas que ingresaren al mercado. Esto, porque, a su parecer, el sistema de interconexión propuesto generaría un incentivo a que las demás bolsas se conviertan en un mero “ruteador” de órdenes al motor transaccional de la BCS.

De acuerdo a lo señalado por la BCS, la propuesta de la CMF (que sería similar al modelo norteamericano y las regulaciones Reg NMS, Order Protection Rule y la Regla Trade-Through), tendría además efectos adversos tales como la fragmentación de mercado asociada a que el calce sería solo por precio; arbitraje por aumento de latencia, dado que grandes actores que contaren con la infraestructura tecnológica para realizar operaciones de alta frecuencia podrían capturar ganancias por arbitraje de latencia a costa de inversionistas de menor tamaño; aumento de costos por nuevas bolsas que ingresan al sistema; manipulación de precios, entre otras.

La BCS señaló también que todos los sistemas interconectados modernos cuentan con un Sistema de Vigilancia Multimercado (SVM), y que este mecanismo de seguridad que vigila las actividades de trading inusual sería necesario para poder implementar la interconexión en Chile. Este sistema requeriría para su implementación un tiempo de entre 1 a 2 años, con un costo anual de USD 3-4 millones.

En atención a las visiones disímiles de las bolsas de valores, así como la necesidad de definir un modelo de interconexión que, junto con permitir la mejor ejecución de las órdenes de clientes, preserve los estándares de operación con los que debe contar el mercado local para mantener su eficiencia y competitividad a nivel internacional, esta Comisión estimó pertinente contratar la opinión de un consultor externo, con amplia experiencia en materia de interconexión y funcionamiento de bolsas de valores. Dicha consultoría, consideró tanto la evaluación de los comentarios recibidos por parte de las bolsas de valores como los elementos técnicos contenidos en la propuesta normativa. Lo anterior, a la luz de la realidad local y mejores prácticas a nivel internacional.

Las principales conclusiones de dicha consultoría, se exponen en la siguiente sección.

VIII. OPINIÓN EMANADA DE UN TERCERO EXPERTO

Para efectos de generar una opinión atinente a la realidad del mercado chileno, pero teniendo a la vista las mejores prácticas a nivel internacional, se solicitó al consultor:

- Analizar la normativa vigente;
- Analizar la propuesta normativa puesta en consulta;
- Analizar los antecedentes provistos por las bolsas con motivo de la consulta pública;
- Analizar modelos internacionales de integración, en especial el de Estados Unidos de Norteamérica, Canadá y Australia; y
- Sostener reuniones con representantes de la Comisión, del Banco Central de Chile, de la Superintendencia de Pensiones, de corredoras de bolsa, administradoras de fondos de pensiones y de ambas bolsas de valores.

A partir de la revisión antes descrita, el consultor llegó a las siguientes conclusiones:

- El mercado chileno presenta baja liquidez, por lo que no es aconsejable adoptar regulaciones que pudieren generar desincentivos a transar en el mercado local.
- Para inversionistas extranjeros e inversionistas institucionales la mejor ejecución no necesariamente es el mejor precio. También existen otras consideraciones relevantes, como lo es el tamaño de la oferta con la que se ejecutará el calce y poder negociar sin que con ello se afecte el precio del instrumento.
- Para los inversionistas en general, la latencia es un factor relevante al momento de elegir el mercado en que negocian. En especial en la negociación algorítmica.
- Generar un modelo de interconexión que aumente la latencia, como sería el propuesto originalmente por la Comisión y el presentado por la Bolsa Electrónica dado que añadirían un paso adicional al flujo de información, o trate de forzar a inversionistas extranjeros o institucionales fraccionar sus órdenes puede afectar la liquidez y atractivo del mercado local.

Por tales motivos, el consultor recomienda adoptar un modelo de interconexión de los sistemas de las bolsas emulando un “Smart Order Routing” (sistema inteligente de enrutamiento de órdenes). Esto es, un mecanismo que emule lo que haría una corredora de bolsa eligiendo el terminal de aquella bolsa en que se logra la mejor ejecución. De manera que disminuya la mensajería entre sistemas y no se altere el tiempo de respuesta del sistema de la bolsa frente al ingreso masivo de ofertas. A su vez, recomendó contemplar un concepto más amplio de mejor ejecución para los inversionistas extranjeros e institucionales.

En cuanto a las especificaciones técnicas contenidas en la propuesta normativa original, le parecieron razonables a la luz de los estándares de operación actualmente exigidos a nivel internacional a las bolsas por parte de los inversionistas.

IX. SEGUNDO PROCESO DE CONSULTA PÚBLICA

El segundo proceso de consulta pública se efectuó entre el 30 de mayo y el 17 de junio de 2022, periodo en el que se recibieron comentarios de ambas bolsas de valores y de dos corredores de bolsa presentes en el mercado local.

La Bolsa de Santiago enfocó su presentación en que para una correcta implementación y adecuación de los mecanismos que soportarían la interconexión en los términos establecidos en la propuesta sería requerido un plazo más extenso que el propuesto de 6 meses por la CMF, estimando que sería necesario un periodo de al menos 15 meses para esos efectos.

Por su parte, la Bolsa Electrónica efectuó otras observaciones, varias de ellas vinculadas a ciertos costos, a su juicio innecesarios para el objetivo trazado, que estaría imponiendo la normativa. En concreto, la certificación externa de los centros de procesamiento de datos, y la exigencia de contar con unidades de dedicación exclusiva para la auditoría de los corredores, gestión de riesgos y auditoría interna.

En el mismo orden de ideas, esa bolsa señaló que la disposición referida a que las bolsas podrían adoptar acuerdos de distribución de ingresos sería innecesaria y eventualmente contradictoria con el objetivo de evitar prácticas anticompetitivas en que los actores con mayor participación de mercado establezcan estructuras tarifarias que obstaculicen la interconexión.

Junto con lo anterior, la Bolsa Electrónica comentó que el proyecto normativo debiera incluir

otros instrumentos; pronunciarse sobre los precios de cierre, sugiriendo que se interconecten las subastas de cierre de las bolsas de manera que se pueda generar un precio de cierre único para los instrumentos que se transan en el sistema interconectado o en su defecto determinar cómo se debiera calcular ese precio de cierre; exigir que las bolsas intercambien, en tiempo real, la información de los precios a los cuales se ejecutan las operaciones en los sistemas interconectados; y requerir que las operaciones que se ejecuten en los sistemas interconectados tengan una misma latencia.

En cuanto a las observaciones presentadas por los corredores de bolsa, éstas coinciden en algunos de los puntos expuestas por las bolsas, tales como incluir otros instrumentos a la interconexión y referirse a los precios de cierre. Además, solicitaron ciertas aclaraciones por parte de la Comisión, por ejemplo, qué ocurrirá con las ofertas parcialmente calzadas, qué ocurre en los casos en que se necesite anular operaciones; y qué se espera del Market Data contenido en sistemas de manejo de órdenes, tales como Fidessa. Temáticas que pareciera más razonable ser abordadas por medio de la reglamentación que deberán establecer las bolsas para operativizar la interconexión.

X. PROPUESTA FINAL

En atención a las observaciones recibidas durante el segundo periodo de consulta pública, la propuesta final amplía el plazo en que deberá implementarse la interconexión, pasando de 6 a 12 meses. Este plazo considera, un periodo de 2 meses para que las bolsas adopten los acuerdos entre sí que permitan determinar el estándar de mensajería en tiempo real a que se refiere la normativa; 4 meses para remitir a esta Comisión su reglamentación actualizada; 9 meses para diseño, desarrollo e implementación del mecanismo de interconexión; y 6 meses de pruebas de sistema, los que comienzan al sexto mes de emitida la norma y por tanto dan un plazo máximo para la puesta en marcha de la interconexión de 12 meses.

El aumento del plazo responde al hecho de que las bolsas deberán emprender diversas adecuaciones a sus sistemas y procesos, definiendo el referido estándar de mensajería, y desarrollando y probando la tecnología que soportará la interconexión. Por ese motivo, el plazo de implementación está construido sobre la base de etapas que otorgan certeza respecto de cómo deberán avanzar las bolsas en el cumplimiento de las disposiciones regulatorias.

A. CONTENIDO DE LA PROPUESTA FINAL

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

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 las modalidades 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 la mejor oferta vigente en cualquiera de los sistemas de calce automático de las bolsas que conforme a la presente normativa deben interconectarse, sea calzada de manera previa a las restantes ofertas vigentes en estos sistemas. 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. Tampoco aquellas órdenes cuyo monto individual sea superior al equivalente a las 30.000 UF en las que la mejor ejecución sólo se logre ejecutando la operación fuera del sistema interbolsa. Sólo quedarán comprendidas en esa circunstancia aquellas órdenes de más de 30.000 UF en que:

- 1. Es el propio cliente el que ingresa directamente su orden en el sistema de la respectiva bolsa, indicando que optará por no someterse al sistema interconectado*
- 2. El cliente para la ejecución de su orden de más de 30.000 UF instruyó al corredor para que no se someta al sistema interconectado, así como la orden de cartera propia del intermediario cuya finalidad es adquirir o enajenar los instrumentos a ese cliente.*

En el caso que éstas órdenes sean calzadas sólo parcialmente en la bolsa en que fueron ingresadas, el remanente inferior a 30.000 UF seguirá las reglas indicadas en la sección siguiente.

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. Lo anterior, salvo en las situaciones señaladas en el párrafo anterior.

II. De las condiciones que deberá cumplir el mecanismo de interconexión

El mecanismo de interconexión a que se refiere la sección anterior, deberá cumplir con las siguientes condiciones copulativas:

- 1. Deberá permitir a cada bolsa conocer en tiempo real en cuáles de las dos modalidades antes descritas está vigente la mejor oferta.*
- 2. En caso que la mejor oferta vigente del mercado no provenga de su propio sistema de negociación, deberá comunicar las órdenes compatibles que reciba a aquella bolsa en que esté vigente esa mejor oferta. Ello, en tiempo real y directamente al módulo que la otra bolsa haya establecido para la recepción de esas órdenes.*
- 3. De haber derivado a la otra bolsa la primera orden compatible que recibió a través de sus terminales, entender que ésta fue calzada con la mejor orden vigente en el mercado razón por la que, en tanto no se le comunique la existencia de una nueva mejor orden en otra bolsa, asumir que no existe mejor oferta vigente distinta de aquella existente en su propio sistema. Lo anterior, a objeto de evitar incrementos en la latencia de sus propios sistemas de negociación o encolamiento de operaciones.*
- 4. De haber recibido de otra bolsa una orden para ser calzada en sus sistemas de negociación, proceder con el respectivo calce o, en caso de no haber oferta compatible*

vigente, proceder a anular dicha orden. A su vez, deberá notificar dicho calce o anulación a la respectiva bolsa, a objeto que ésta pueda comunicar ese hecho al intermediario o cliente correspondiente. La bolsa podrá anular el remanente no calzado de esa orden, a objeto de evitar incrementos en las latencias de sus sistemas o encolamientos de operaciones.

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 o condición alguna a los corredores de otras bolsas para que sus ofertas sean comunicadas y calzadas a través del sistema de interconexión. Tampoco podrá la bolsa en que se calzó la orden interbolsa efectuar cobro alguno al corredor de otra bolsa por ese calce. A su vez, las bolsas no podrán efectuar cobro alguno a sus corredores por el hecho de contratar los terminales de otra bolsa e ingresar sus órdenes a través de éstos.

Lo anterior, sin perjuicio de aquel cobro que pueda efectuar la bolsa de valores a sus corredores por el ingreso de ofertas directamente a través de sus propios terminales y por los servicios complementarios que ésta les provea en virtud de contratos celebrados entre las partes.

III. 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 una capacidad instalada que permita procesar el mayor entre: (i) el doble del mayor número de transacciones por segundo registrado en las bolsas del país durante los últimos cinco años o; (ii) mil órdenes 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, la bolsa deberá adoptar los resguardos que sean necesarios para garantizar que sus sistemas comunicarán en tiempo real y con la menor latencia posible a los

sistemas de las otras bolsas aquellas órdenes compatibles con la mejor oferta vigente en tales sistemas. Además, que esos sistemas comunicarán los calces y anulaciones que en ellos ocurran a la bolsa de la que emanó la orden respectiva.

- 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 esos centros de procesamiento de datos debe ser certificado 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 diseñados e implementados para permitirle 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 minimizar los tiempos de latencia y 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. No obstante, quedarán exceptuadas de cumplir con la certificación de uno de los centros de procesamiento de datos a que se refiere el N°2 de la letra b) de la Sección III de la presente normativa aquellas bolsas que, dentro de los doce meses anteriores al día de cálculo, no hayan alcanzado un volumen igual o superior a las 400 mil operaciones mensuales sobre instrumentos de renta variable en sus sistemas de calce automático. A partir de los 15 meses posteriores de alcanzado ese volumen de operaciones, dicha bolsa deberá tener certificados ambos centros de procesamiento de datos.

Las bolsas de valores, dentro del plazo máximo de 2 meses a contar de esta fecha, deberán acordar el estándar común de mensajería en tiempo real al que se refiere el inciso segundo de la Sección II anterior.

A su vez, dispondrán de un plazo de 4 meses contados desde la fecha de dictación de la presente normativa para adecuar su reglamentación y someterla a aprobación de esta Comisión.

Para efectos del diseño, desarrollo e implementación, del mecanismo de interconexión establecidos en la presente normativa, dispondrán del plazo máximo de 9 meses a contar de la presente fecha. Sin perjuicio de que a partir del sexto mes deberán llevarse a cabo las pruebas del sistema, a efectos de que su puesta en marcha se realice en un plazo máximo de 12 meses a contar de la fecha de emisión de esta normativa.

Transcurrido el plazo a que se refiere el párrafo anterior, cada bolsa deberá estar en condiciones de cumplir con todas las instrucciones impartidas en esta normativa de manera de permitir la interconexión de aquellas bolsas que cumplan con todos los requisitos técnicos, de comunicación y de seguridad a los que se refiere la letra b) de la Sección III de esta normativa."

XI. ANÁLISIS DE IMPACTO DE LA NORMATIVA

La normativa final, respecto a la propuesta sometida a consulta pública, amplía el plazo en que deberá implementarse la interconexión, pasando de 6 a 12 meses, y suprime la disposición que se refería a que las bolsas podrían adoptar acuerdos entre sí para la distribución de ingresos, en el entendido que dicha disposición era innecesaria al ser una facultad con que cuentan las bolsas.

Por su parte, la normativa permite implementar la obligación de interconexión de las bolsas, a través de un modelo que equilibra razonablemente las distintas necesidades de clientes minoristas y mayoristas, de los intermediarios y de las bolsas de valores, en virtud de un modelo que equilibra:

1. La mejor ejecución de clientes minoristas²¹, esto es, que sus órdenes se ejecuten al mejor precio vigente en el mercado;

²¹ Aquellas órdenes por montos iguales o inferiores a UF 30.000.

2. La mejor ejecución de clientes mayoristas, es decir, que sus órdenes se ejecuten al mejor precio vigente en el mercado, sin que esos precios se vean alterados producto de sus negociaciones por montos elevados, por latencias de una bolsa determinada o del sistema interbolsa u otras circunstancias equivalentes;
3. Que los intermediarios puedan acceder a la mejor orden vigente, sin importar la bolsa de la cual son miembros;
4. Que cada bolsa pueda recibir ingresos por las órdenes que reciben de sus corredores, independiente de la bolsa en que éstas se ejecutan; y
5. Que los tiempos de ejecución de operaciones se mantengan dentro de aquellos rangos de operación exigidos a nivel local e internacional por parte de los inversionistas.

Respecto de los costos, estos resultan ser los que ya fueran identificados con motivo del proceso de consulta pública anterior y están determinados por las exigencias que se establecen para la interconexión, las que se refieren a: sistemas y condiciones tarifarias de interconexión; estándares de operación y funcionamiento de las bolsas; y estándares de liquidación de las operaciones interbolsas.

Cabe reiterar que 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, considerando que el beneficio de la interconexión para esos valores sería significativo y superior a los eventuales riesgos y costos que podría conllevar la inclusión de otros instrumentos.

Respecto de las obligaciones que elevarán los costos de aquellas bolsas que hoy no cumplen con ciertas condiciones técnicas, de comunicación y de seguridad a los que se refiere la normativa, estas resultan pertinentes por cuanto establecen un estándar mínimo necesario para el cumplimiento de los estándares que debe tener un mercado moderno y eficiente.

En el mismo sentido, que la compensación y liquidación deba ser realizada a través de una entidad de contrapartida central de aquellas reguladas por la Ley N°20.345 y la exigencia de que las corredoras deban actuar como participantes directos de las mismas, si bien impondrá mayores costos a aquellos corredores que actualmente no tienen esa calidad, resulta ser una condición necesaria para el correcto funcionamiento del mercado.

Por su parte, la ampliación del plazo de implementación otorga un periodo de tiempo apropiado para que las bolsas desarrollen, prueben y validen las soluciones tecnológicas que soportarán la interconexión, más aún en un esquema de etapas que da mayor certeza a éstas respecto de cuándo deberán tomar los acuerdos que sean necesarios entre ellas y cumplir con las disposiciones de la normativa.



REGULADOR Y SUPERVISOR FINANCIERO DE CHILE

www.cmfchile.cl