

**REF.: IMPARTE INSTRUCCIONES A LAS BOLSAS DE VALORES RESPECTO A LA ADOPCION DE NORMAS Y SISTEMAS QUE ASEGUREN LA MEJOR EJECUCIÓN DE ORDENES DE INVERSIONISTAS, Y AL CUMPLIMIENTO DE LAS RESOLUCIONES N° 556, DE 04.01.2000 Y N° 647, DE 16.04.2002, DE LA HONORABLE COMISIÓN RESOLUTIVA.**

**A todas las Bolsas de Valores.**

Esta Superintendencia, en virtud de las atribuciones legales que le confiere su Ley Orgánica y la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores, y a lo dispuesto en los artículos 38, 39, 42 letra d), 44 letra a), número 1 y letra b), 44 bis de esta última Ley, ha revisado los actuales reglamentos, sistemas de negociación y demás procedimientos que aplican las bolsas de valores sobre transacciones bursátiles y operaciones interbolsas, de modo de verificar que estos permitan asegurar la más conveniente ejecución de las órdenes que los corredores reciben de los inversionistas.

La necesidad de contar con tal condición se desprende, en primer lugar, de lo dispuesto en el artículo 42 letra d), de la Ley de Mercado de Valores, que requiere que cada bolsa de valores debe acreditar que "cuenta con los medios necesarios y procedimientos adecuados tendientes a asegurar un mercado unificado, que permita a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes".

En ese mismo sentido, el artículo 44 de la misma ley, en su letra a), numeral 1), demanda a las bolsas contemplar normas "que establezcan cuándo, en los casos que no exista una norma legal al respecto, los corredores de bolsa, deben llevar las órdenes que reciban directamente a la rueda, de modo de garantizar la reunión en ésta, en un mercado activo y de continua subasta, de todos los intereses de compra y de venta a fin que todas las transacciones se efectúen en un mercado abierto y el inversionista pueda obtener la más conveniente ejecución de sus órdenes".

Complementando los conceptos vertidos en los artículos anteriores, mediante el artículo 1° de la Ley 19.601, publicada en el Diario Oficial de 18 de enero de 1999, se incorporó a la Ley 18.045, el artículo 44 bis, que en su inciso 1° requiere a las bolsas "establecer entre sí, sistemas expeditos de comunicación e información en tiempo real respecto de las transacciones de valores que se realicen en cada una de ellas", de modo que, sin perjuicio que cada centro bursátil establezca su propio sistema de negociación, el cierre de operaciones de cada uno de éstos se haga en las mejores condiciones de precios, vista la globalidad de ofertas de compra y venta vigentes en el mercado en cada momento, independiente de la bolsa en que éstas se originen.

Por su parte, el inciso 2° del citado artículo ordena de manera imperativa que las bolsas "convendrán sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos; uniformidad de procedimientos y demás que sean convenientes a fin de facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes e instando por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente".

Las citadas disposiciones, al igual que la medida adoptada por la Honorable Comisión Resolutiva Antimonopolios, en sus Resoluciones N° 556 del 4 de enero de 2000 y N° 647 del 16 de abril de 2002, tienen por objeto resguardar la existencia de un mercado unificado, equitativo, ordenado, transparente y competitivo, en el que los inversionistas puedan obtener la mejor ejecución de sus órdenes, independiente de la bolsa a la que pertenece el intermediario a través del cual tal inversionista se hizo representar para tal efecto.

Lo anterior, tiene especial relevancia hoy en día si se tiene en consideración el trato particular que nuestra legislación económica ha venido otorgando a los mecanismos de negociación bursátil, en el entendido que esa instancia permite garantizar la correcta formación de precios, basada en la participación simultánea y pública de todos los intereses de compra y venta; otorgándoles por ello, en la generalidad de los casos, la exclusividad para la intermediación de acciones, la preferencia para la realización de operaciones de una serie de inversionistas institucionales y el acceso a tratamientos tributarios ventajosos, respecto a las operaciones que se efectúan fuera de bolsa.

Ahora, de la revisión dispuesta, se ha detectado que los actuales reglamentos, sistemas y procedimientos aplicados por las distintas bolsas de valores no consideran en la determinación del precio de cierre de cada negociación que se efectúa al interior de cada bolsa, en forma vinculante, las mejores ofertas de compra y venta que se pueden presentar por el mismo título en los demás centros bursátiles nacionales existentes. Todo ello puede llevar, por falta de un eficiente arbitraje de precios, a la existencia de un mercado de valores fragmentado, en que se dificulte el cumplimiento del principio de mejor ejecución que debe primar en el actuar de los intermediarios, y como una consecuencia mayor, una ineficiente formación de precios de los títulos negociados en más de una bolsa.

Ante ello, y en razón a que la Ley N° 18.045, en su artículo 42 letra d), encomienda a esta Superintendencia la labor de velar por que una bolsa de valores cuente con los medios y procedimientos que aseguren un mercado unificado que permita la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas, en su artículo 44, letra b) requiere a estas instituciones que contemplen normas tendientes a promover principios justos y equitativos en las transacciones de bolsa, y en su artículo 51, faculta a este Servicio a limitar el actuar de la misma en caso contrario, se ha estimado necesario instruir a los centros bursátiles del país para que adecuen sus reglamentos y sistemas de negociación y de intercambio de información según lo contenido en el presente Oficio Circular y además, acrediten a satisfacción de este organismo fiscalizador, que tales sistemas dan cumplimiento a lo aquí dispuesto.

Para tales efectos, las bolsas de valores deberán cumplir con lo siguiente:

**Mejor ejecución de órdenes en sistemas de negociación bursátil.**

Las bolsas de valores deberán instruir a sus corredores miembros, a efectos de prohibir que estos calcen ofertas de compra a precios menores y ofertas de venta a precios mayores que el de la mejor oferta de compra o venta vigente, respectivamente, en los centros bursátiles en los que se transe el instrumento ofrecido. Esto, en la medida que en la orden de compra o de venta dada por el inversionista no se haya estipulado expresamente una instrucción distinta, en cuanto a privilegiar su ejecución en una bolsa en particular, por sobre las mejores condiciones de precios que se pudieran alcanzar en otros centros bursátiles.

En todo caso, cuando se produzca un cierre de operación a un precio que no cumpla la condición antes mencionada, la bolsa de valores respectiva deberá registrar los mejores precios vigentes en el mercado en ese momento, información que deberá ser comunicada al respectivo corredor de bolsa, debiendo éste, a su vez comunicarlo a su cliente. El corredor de bolsa deberá contar con documentación que acredite que dicha información fue efectivamente comunicada a su cliente.

En el mismo sentido, las bolsas deberán normar la forma en que el corredor deberá tratar e informar a su cliente, aquellos casos en que la ejecución de una orden ingresada a los sistemas bursátiles fuera demorada, o incluso no se concretara, no obstante que ella hubiera podido ejecutarse en otra bolsa en las condiciones de precios establecidas por el cliente. Para este tipo de casos, deberá informar, entre otros antecedentes, los mejores precios disponibles durante la vigencia de la orden en el respectivo sistema.

A efectos de cumplir con lo aquí requerido, las bolsas de valores deberán establecer un sistema de intercambio de información y difusión, en tiempo real, que permita a cada bolsa y sus respectivos corredores conocer en todo momento los mejores precios ofertados en los demás centros bursátiles, así como la información que deberá entregar el corredor de bolsa a los inversionistas finales que operan por su intermedio, sobre la circunstancia en que sus ordenes fueron o no ejecutadas.

### **Operaciones interbolsas**

En lo que respecta a la posibilidad de realizar operaciones interbolsas, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 44 bis, inciso segundo, de la Ley de Mercado de Valores, son las bolsas de valores del país las entidades a las cuales la ley encomienda la labor de facilitar los sistemas de comunicación y negociación requeridas, así como la preservación de los principios antes enunciados y la supervisión de sus corredores miembros a objeto de que se cumpla la citada disposición, y por tanto, éstas deben necesariamente convenir sistemas que no sólo permitan la realización de operaciones entre corredores miembros de distintas bolsas, si no que además aseguren que por medio de éstas se dé la mejor ejecución de las órdenes de los clientes.

En tal sentido, 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, y por ende, que no se pueden concretar operaciones en su rueda a precios menos convenientes que los que se podrían conseguir a través del cierre de operaciones con ofertas registradas en dicha rueda por corredores de otras bolsas.

Lo anterior, no obsta a que para tal efecto y con el fin de asegurar razonablemente el cumplimiento de las operaciones por los respectivos corredores, las bolsas deban convenir, en términos no discriminatorios respecto a las de sus propios corredores, exigencias de garantías y seguridad mínimas equivalentes para el corredor de otra bolsa que pretenda participar de una operación interbolsa, sí como mecanismos de resolución de conflictos y controversias sobre estas operaciones, ya las respectivas obligaciones de cada bolsa para su efectivo funcionamiento.

En cuanto al cobro de derechos de bolsa sobre las denominadas operaciones interbolsa, y de acuerdo a lo ordenado por la señalada resolución de la Comisión Resolutiva, se debe entender que éste no corresponde que sea aplicado por cada bolsa, sobre el corredor que no es miembro de ella. Lo anterior, no impide que cada centro bursátil, de acuerdo a sus normas reglamentarias aplique derechos de bolsa, sobre sus propios corredores, en términos no discriminatorios respecto de otras operaciones que ellos efectúen en la misma bolsa.

Finalmente, con el objeto de evitar la duplicidad de información, tales operaciones sólo deberán ser publicadas y consideradas en las estadísticas, por las bolsas en las que se calcen las operaciones interbolsas y deberán ser informadas en forma separada de las demás operaciones.

Las bolsas de valores dispondrán de un plazo de 15 días hábiles contados desde esta fecha, para informar a esta Superintendencia sobre el plan de trabajo que desarrollarán, para dar cumplimiento a lo dispuesto en este oficio circular, labor en todo cado que deberá concluirse en un plazo no superior a 6 meses. Lo anterior es sin perjuicio de los sistemas de operaciones instaurados en cumplimiento de lo resuelto por la Honorable Comisión Resolutiva Antimonopolios, siendo lo requerido por este oficio complementario.

**SUPERINTENDENTE.**