Serie Documentos de Trabajo
Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones
Teatinos 317.
Santiago, Chile.

www.safp.cl

DOCUMENTO DE TRABAJO N°7

ASPECTOS GENERALES DE LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y SU APLICACIÓN AL MERCADO DE CAPITALES CHILENO

Fernando Lefort

Julio 2005

Los **Documentos de Trabajo** son una línea de publicaciones de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, que tienen por objeto divulgar trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados a terceros. Con ello se pretende incentivar la discusión y debate sobre temas relevantes del sistema previsional o que incidan en él, así como ampliar los enfoques sobre estos fenómenos.

Los trabajos aquí publicados tienen carácter preliminar y están disponibles para su discusión y comentarios.

Los contenidos, análisis y conclusiones que puedan derivar de los documentos publicados son de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión de la Superintendencia de A.F.P.

Si requiere de mayor información o desea tomar contacto con quienes editan estos documentos, contacte a: documentosdetrabajo@safp.cl

Si desea acceder a los títulos ya publicados y/o recibir las futuras publicaciones, por favor regístrese en nuestro sitio web: www.safp.cl

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones
Teatinos 317.
Santiago, Chile.
www.safp.cl

Aspectos Generales de la Autorregulación del Mercado de Valores y su Aplicación al Mercado de Capitales Chileno[1]

Fernando Lefort
Escuela de Administración
Pontificia Universidad Católica de Chile

Resumen

Este artículo describe en términos simples los principales aspectos de la autorregulación bursátil. Es decir, el proceso mediante el cual las bolsas de valores se constituyen en organismos autorregulados con facultades para regular, supervisar y penalizar a sus corredores asociados, operadores de los mercados y a las empresas que transan en ellos. El artículo discute las fortalezas y debilidades del sistema de autorregulación en comparación con la regulación centralizada, y entrega algunos elementos para el adecuado balance de ambos sistemas. En comparación con el caso norteamericano, el mercado de capitales chileno ha operado en un ambiente mucho más proclive a la supervisión centralizada gubernamental que a la autorregulación privada. En este artículo se discuten algunas áreas susceptibles de ser mejoradas. Finalmente, se resume la discusión actual respecto a las consecuencias de la desmutualización de las bolsas sobre los sistemas de regulación y autorregulación de las mismas.

Palabras clave: Autorregulación bursátil, desmutualización, Chile.

Abstract

This article describes, in simple terms, the main aspects regarding self-regulation of stock exchanges. Generally speaking, stock exchanges are considered self-regulatory organizations (SRO) since they have the powers to regulate, supervise and penalize their broker members and the companies listed in the market. This paper presents a discussion of the strengths and weaknesses of self-regulation as opposed to governmental regulation and supervision, and provides some insights about the best ways to balance both regulatory systems. Chilean stock exchanges historically have operated in a climate of centralized governmental supervision. This papers discusses some areas of self-regulation that can be improved in Chilean stock markets. Finally, the paper summarizes the recent discussion on the effects of stock exchanges demutualization on regulation and self-regulation.

Key words: Self-regulation, stock exchanges, demutualization, Chile.

[1] El autor agradece los comentarios de Guillermo Larraín, Alejandra Islas, Robert Rivas, Eduardo Walker, Julio Gálvez, Carlos Molina y otros participantes en seminarios realizados en la Superintendencia de AFP y la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

I. Introducción

El objetivo principal de los mercados de valores es permitir la canalización eficiente de fondos de inversión desde los inversionistas hacia las empresas. Sin embargo, las relaciones entre inversionistas, intermediarios y emisores de títulos se ven afectadas por asimetrías de información que encarecen los costos de financiamiento. El problema de información asimétrica se atenúa mediante normas y leyes que son establecidas y supervisadas tanto por las agencias gubernamentales como por las propias bolsas de valores.

Por un lado, las agencias gubernamentales tienen recursos limitados para supervisar el funcionamiento de un mercado tan complejo y dinámico como el mercado de valores, por lo que las bolsas de valores se constituyen como organismos autorregulados o SROs ("self regulatory organizations") y tienen la facultad de regular, supervisar y eventualmente de-listar a sus corredores asociados y a las empresas que transan en ellos. Por otro lado, la práctica de la autorregulación puede verse menoscabada por los intereses económicos de los miembros de la bolsa, y requiere de algún grado de supervisión por parte de la autoridad para que detecten problemas y cuiden el interés público.

Son muchos los factores que deben ser considerados a la hora de diseñar y evaluar un adecuado marco regulatorio para la efectiva operación de un mercado de valores. Preservar la competencia y proteger a los inversionistas son, probablemente, los principales objetivos de un adecuado marco regulador. Además, la legislación y regulación debe promover el desarrollo del mercado y no dictar la forma en la que éste debe desarrollarse. En cierta forma, el principio de la autorregulación se fundamenta en esta premisa.

La principal debilidad del mecanismo de autorregulación del mercado de valores es el conflicto de intereses inherente al principio. A pesar de que las bolsas de valores pueden tener incentivos para crear sistemas honestos y eficientes con el fin de atraer a sus clientes, no hay que olvidar que son asociaciones privadas, cerradas y comerciales, que buscan el beneficio económico de sus miembros.

En Chile, las bolsas de valores enfrentan los mismos conflictos de intereses a la hora de regular y supervisar el funcionamiento de los mercados que

éstas operan, por lo que se requiere de la supervisión del proceso por parte de un organismo gubernamental autónomo como la SVS. Sin embargo, esta supervisión tiende a rigidizar la acción de las bolsas y puede impedir la materialización de los beneficios esperados de la aplicación de la regulación por parte de quienes mejor conocen las necesidades del mercado. Un exceso de supervisión centralizada gubernamental puede llevar a los participantes del mercado a buscar otros sistemas de transacción menos regulados y a disminuir la responsabilidad que las propias bolsas tienen respecto al adecuado funcionamiento del mercado.

En los últimos años, la globalización de los mercados financieros y la mayor competencia originada por la proliferación de mecanismos alternativos de transacción ha amenazado estas utilidades y ha presionado a las bolsas a separar la administración de la propiedad para asumir las tareas de implementar nuevos mecanismos de transacción. Este proceso de desmutualización consiste en transformar la membresía de los corredores en acciones que pueden ser vendidas y listarse como sociedad anónima en bolsa. Ante la creciente ola de desmutualizaciones se ha planteado que este proceso agrava los conflictos de interés en la práctica de la autorregulación y debe llevar necesariamente a transferir parte del rol regulador de las bolsas a un supervisor centralizado gubernamental.

En la sección II de este estudio se describe brevemente el funcionamiento de las bolsas de valores y los principios detrás de una buena práctica regulatoria. Las secciones III y IV discuten las fortalezas y debilidades de un adecuado sistema de autorregulación bursátil, y presentan modelos alternativos para su estructura. La sección V tiene como principal objetivo evaluar la actual situación de las bolsas de valores en Chile en cuanto a su eficiencia y a la calidad y efectividad de su rol como organización autorregulada para el buen funcionamiento del mercado de capitales chileno. La sección VI discute las causas y consecuencias de la desmutualización bursátil, mientras que la sección VII concluye.

II. Aspectos Básicos de las Bolsas de Valores

Una bolsa de valores es un mercado, llamado secundario, donde acciones u otros instrumentos financieros pueden ser adquiridos y vendidos repetidas veces. Las órdenes de compra o venta llegan a la bolsa a través de medios físicos o electrónicos y son procesadas y ejecutadas a través de diferentes mecanismos de transacción.

Desde un punto de vista social, la principal función de una bolsa de valores es resumir correctamente la información que los inversionistas tienen respecto a los activos que se transan en ella, y determinar los precios que permiten asignar eficientemente los recursos de inversión hacia sus mejores usos.[2] Cuando esta función es cumplida adecuadamente, se dice que el mercado es *eficiente en la asignación*.

Adicionalmente, un mercado debe ser *operacionalmente eficiente.* Esto es, la bolsa de valores debe proveer sus servicios al menor costo posible. Las bolsas de valores proveen tres servicios principalmente: (i) comunicación y ejecución; (ii) *clearing*, *settlement* y registro de transacción; y (iii) proveer mercado o liquidez. En general, los servicios que una bolsa de valores presta son ofrecidos por los *brokers* y *dealers* que operan en ella. El objetivo final de una bolsa de valores es proveer liquidez y profundidad, a precios justos, a los inversionistas. Estas propiedades se obtienen, en términos generales, si los inversionistas pueden transar rápidamente, grandes cantidades de un activo financiero sin alterar su precio.

1. Estructura de las Bolsas de Valores

La reciente proliferación de medios electrónicos de transacción de valores ha restado importancia a algunas de las características importantes que identificaban a las bolsas de valores más tradicionales como, por ejemplo, la existencia de un espacio físico para la operación de una rueda. Hoy en día los mercados de valores se clasifican principalmente dependiendo de las reglas que definen el mecanismo mediante el cual se realizan las transacciones. Estas reglas especifican aspectos como: (i) qué se transa; (ii) quién puede transar; (iii)

[2] Ver Copeland y Stoll, “Trading Markets”.

cómo se envían las órdenes; (iv) qué información de las órdenes se da a conocer al mercado; (v) cómo se procesan las órdenes; (vi) cómo se determinan los precios. Además, estas reglas pueden aplicarse a todas las órdenes o únicamente a algunos tipos de órdenes en determinadas circunstancias.

En términos generales existen dos diferentes tipos de mercados de valores dependiendo de la forma en la que se estructuran las reglas de transacción: (i) mercado de puntas; y (ii) mercado de órdenes.

En la práctica, en la mayoría de las bolsas del mundo se realizan transacciones en ambas modalidades, y muchas veces mediante sistemas híbridos que no corresponden exactamente a ninguno de los dos tipos de regla de transacción.

No obstante, el aspecto fundamental que diferencia a estos dos tipos de mercados es la forma en la que se concretan las transacciones solicitadas por los inversionistas. En el caso de los mercados de puntas, los inversionistas representados por sus corredores o *brokers* enfrentan precios de compra y venta por los diferentes activos que son ofrecidos por los *dealers*, que en este contexto se conocen como especialistas o *market-makers*. En este sistema de transacción, el mercado ofrece liquidez a través de los especialistas, puesto que éstos están obligados a comprar y vender determinados montos mínimos a las puntas ofrecidas por ellos mismos y conocidas por los inversionista. El corredor, que actúa en representación de su cliente y tiene acceso a toda la información de puntas comprador/vendedor, debe ubicar al especialista con oferta de precio de venta más bajo o, según el caso, al especialista que ofrece el mayor precio de compra. El principal mercado de este tipo es Nasdaq en Estados Unidos. En 1963, la Securities Exchange Comisión (SEC) determinó que el mercado OTC en Estados Unidos era oscuro y fragmentado, y encargó a NASD (National Association of Securities Dealers) la automatización del mercado OTC para mejorar su funcionamiento. El resultado fue la creación del sistema Nasdaq para la cotización automática de precios en valores transados OTC, como una asociación de *dealers* que operaban un mercado de puntas fuera del mercado bursátil. Este mercado registró un gran crecimiento debido a las restricciones impuestas por el NYSE a listar nuevas empresas en bolsa. En 1986, la Bolsa de

Valores de Londres también adoptó el sistema de mercado de puntas, aunque unos años después volvió a operar con un libro de órdenes.

En el otro extremo del espectro se encuentran las bolsas que funcionan mediante el uso de un libro de órdenes. En estas bolsas, los corredores en representación de sus clientes ponen órdenes en el libro que especifican límites de precio y/o cantidad.[3] La principal diferencia es, por lo tanto, que no existen operadores especialistas obligados a ofrecer precios de compra y venta para los inversionistas, sino que éstos dependen, en principio, de la existencia de otros inversionistas buscando realizar la transacción opuesta en ese momento. Este tipo de bolsas ha proliferado mucho puesto que los avances tecnológicos han permitido el funcionamiento muy eficaz de los libros electrónicos de órdenes. En la práctica, en este tipo de mercados, las órdenes de compra con precios límites altos se constituyen en la oferta de compra (o demanda), mientras que las órdenes de venta con precios límites bajos generan la oferta de venta. A través de diferentes procedimientos manuales o electrónicos, las órdenes de mercado se cierran contra las órdenes con límite.

Tradicionalmente, muchas bolsas usaban, además de un libro de órdenes, las ruedas bursátiles como principal medio de remate de órdenes de valores. En la rueda, los corredores autorizados vociferan órdenes de compra y venta, por cuenta propia y para sus clientes, buscando alguna contraparte interesada en cerrar la posición. Sin embargo, en la actualidad, éstas son relativamente infrecuentes ya que han tendido a ser reemplazadas por los libros electrónicos, más eficientes a la hora de parear órdenes de muchos corredores e inversionistas. Sin embargo, existen algunas ruedas como la del NYSE que operan todavía con mucho éxito.[4]

Cada uno de estos sistemas tiene ventajas e inconvenientes. En teoría, la principal ventaja del mercado de puntas sería que puede proveer mayor liquidez

[3] Los corredores en las bolsas de valores procesan diferentes tipos de órdenes: (i) market order; (ii) limit order; y (iii) stop order. El primer tipo especifica que la orden debe transarse al mejor precio posible. El segundo tipo implica la orden de transar a un precio especificado o mejor por algún tiempo, mientras que la tercera, que se utiliza para detener pérdidas, especifica transar al alcanzar un determinado valor.

[4] La rueda del NYSE tiene la particularidad de contar con el llamado especialista que provee de precios al momento de apertura de la rueda, y que interviene transando durante la rueda para ayudar a la estabilidad de precios de los activos transados.

que un mercado de libro electrónico, especialmente en momentos de alta volatilidad de precios y en el caso de los títulos menos transados. Esto se debe a que, en estos mercados, los inversionistas enfrentan las puntas que los *dealers* están obligados a ofrecer en todo momento. En cambio, en los mercados que operan con libro de órdenes, los inversionistas representados por sus corredores transan únicamente entre ellos. Por lo tanto, si el inversionista no obtiene un precio adecuado para su transacción, deberá esperar hasta que surja alguno.

Sin embargo, los mercados de puntas no están exentos de problemas. La principal crítica que se le ha hecho es la conducta poco competitiva de los *dealers* a la hora de ofrecer las puntas al mercado. Por otro lado, los defensores de la rueda afirman que aunque el libro electrónico proporciona un método de negociación económico para transacciones pequeñas, es incapaz de manejar transacciones grandes, generalmente iniciadas por inversionistas institucionales. Es en ese segmento del mercado donde la rueda se mostraría más eficaz proveyendo de profundidad frente a grandes transacciones.

La gran mayoría de los mercados más importantes han optado por usar más de un tipo de estructura como una forma de entregar más alternativas a los diferentes tipos de clientes que tienen. Por ejemplo, en 1997 Nasdaq incorporó a su sistema de Red Electrónica de Comunicación (ECN) la entrada de órdenes con límites transformándose, en la práctica, en un mercado híbrido que opera con puntas y con órdenes con límites. Otro ejemplo es el caso del NYSE que mantiene su tradicional rueda con especialistas simultáneamente con el libro electrónico de órdenes. De hecho, una de las obligaciones de los especialistas del NYSE es ofrecer puntas en aquellos casos en los que se producen grandes desequilibrios entre la oferta de compra y de venta por algún título.

Otras característica relevante de una bolsa es su horario de transacción. Algunos mercados, como Nasdaq por ejemplo, ofrecen mercados de órdenes continuas que funcionan ininterrumpidamente. Por el contrario, un call market es un mercado en el que los activos financieros se transan únicamente en horas específicas del día.

Tradicionalmente, se ha hecho la diferencia entre las bolsas y los mercados OTC (over-the-counter). En términos generales, se podría decir que en un mercado bursátil las transacciones se centralizan a través de mecanismos de

subasta pública, mientras que en los mercados “over the counter” se realizan transacciones mediante acuerdos entre las dos partes involucradas. Además, tradicionalmente, las transacciones en bolsas estaban asociadas a una ubicación física, mientras que los mercados OTC se encontraban constituidos por una red de comunicación electrónica. Sin embargo, el desarrollo de eficientes plataformas electrónicas de transacción en los últimos años ha ido restando trascendencia a la tradicional distinción. Quizás el ejemplo más claro de esta evolución se encuentra en el caso de Nasdaq, pasando desde un simple conjunto de operaciones OTC, para posteriormente incorporar especialistas, órdenes con límites, requisitos especiales para listarse y otros, transformándolo en un mercado organizado no muy distinto de una bolsa.

2. Regulación de los Mercados de Valores

Los mercados de valores cumplen un rol fundamental al permitir la canalización de fondos de inversión desde los oferentes (inversionistas) hacia los demandantes (entidades emisoras de valores) con un mínimo uso de intermediarios. La principal barrera al buen funcionamiento de un mercado de valores es la existencia de asimetrías de información que encarecen los costos de financiamiento a todos los emisores sin distinción.

Este problema de información asimétrica se atenúa mediante la interacción de diversas instituciones y leyes que dan a los inversionistas información relativamente confiable de la calidad de los diferentes emisores y sus intermediarios. En los mercados más desarrollados este proceso se realiza en dos niveles: (i) bancos de inversión que actúan como intermediarios acreditando a las empresas emisoras gracias a su propia reputación; (ii) asociaciones de intermediarios organizados en la forma de un mercado bursátil.

Por supuesto, existe un rol fundamental que debe ser cumplido por el regulador y supervisor correspondiente. En Estados Unidos, los *Securities Acts* de 1933 y 1934 establecieron estrictas normas que deben ser cumplidas tanto por las empresas emisoras de valores, en términos de información y procedimientos de emisión, como por los mercados en los que estos valores se transan. En particular el SEC regula y supervisa a los corredores y operadores de estos mercados.

Sin embargo, dada la limitada capacidad que, en teoría, el supervisor tiene para realizar este trabajo, estos mercados o bolsas de valores se constituyen como SROs ("self regulatory organizations") y tienen la facultad de regular, supervisar y eventualmente de-listar a sus corredores asociados y a las empresas que transan en ellos. Para ello, las bolsas emiten sus propios requerimientos que deben ser, por supuesto, consistentes con la legislación vigente.

Son muchos los factores que deben ser considerados a la hora de diseñar y evaluar un adecuado marco regulatorio para la efectiva operación de un mercado de valores. Entre los objetivos más importantes se encuentran los siguientes: (i) promover la protección a los inversionistas; (ii) preservar la competencia; (iii) promover una regulación apropiada a un costo justo y razonable; (iv) asegurar el proceso debido en la resolución de conflictos; y (v) incentivar la participación del mercado en el proceso regulatorio.

Proteger a los inversionistas es, probablemente, el principal objetivo de un adecuado marco regulador. Existe abundante evidencia empírica en el sentido que mayor protección a los inversionistas es clave para promover el desarrollo de los mercados de capitales y el crecimiento económico de un país.[5] De hecho, el marco regulatorio de la mayoría de los países así lo reconoce.[6]

Por otro lado, un mercado libre y competitivo debe ser la base del Mercado de Valores. La regulación debe prevenir el fraude y las malas prácticas. Sin embargo, la legislación y regulación debe promover el desarrollo del mercado y no dictar la forma en la que éste se desarrolla.[7] En cierta medida esta premisa es una de las fundaciones del concepto de autorregulación que se discutirá en más detalle en la próxima sección.

Otro aspecto fundamental de un adecuado marco regulatorio es eliminar ineficiencias en el proceso de regulación y supervisión, y establecer procesos regulatorios basados en un análisis costo-beneficio.[8] Entre las principales consideraciones para lograr en marco regulatorio eficiente se destacan los

[5] Ver, por ejemplo, La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2000), y Beck, Levine y Loayza (2001).
[6] En Estados Unidos así se reconoce desde el "Exchange Act" de 1930. En Chile, la Ley del Mercado de Valores así lo establece.
[7] Así lo establece la Enmienda de 1975 al Securities Acts.
[8] La Sección 3 (f) del Exchange Act provee de un marco para este tipo de análisis.

siguientes aspectos.[9] Evitar la duplicación de supervisión sobre corredores y otros participantes del mercado, armonizar las regulaciones, interpretaciones de las normas y sanciones aplicadas por los diferentes entes regulatorios y organizaciones autorreguladas (SRO), revisar normas que se encuentren obsoletas, desarrollar mecanismos de control interno y de auto-evaluación por parte de los diferentes participantes en el mercado.

Finalmente, un efectivo sistema de regulación del mercado de capitales debe buscar detectar tempranamente debilidades de los participantes en el mercado y solucionarlas. Debe evitar enfocarse excesivamente en la forma de los procedimientos, reservándose la aplicación de procedimientos y sanciones para casos evidentes de malas prácticas. Para lograr esto el sistema debe estar pensado para canalizar input desde los participantes hacía el aparato regulador y supervisor, incentivando el rol de ente autorregulador de las bolsas de valores. En la próxima sección se describen las principales funciones de las bolsas de valores como entes autorreguladores.

III. Autorregulación de las Bolsas de Valores

Habitualmente se justifica el carácter autorregulado de los mercados de valores basándose en consideraciones de dos tipos. En primer lugar, en un ambiente competitivo, las bolsas de valores tienen incentivos para disciplinar a sus miembros con el objetivo de mejorar su reputación, atraer las operaciones de un mayor número de clientes y aumentar los volúmenes transados.

Por otro lado, la complejidad inherente a la regulación del mercado de capitales ha hecho que los reguladores gubernamentales hayan tendido a confiar parte de sus funciones reguladoras en los mismos mercados de valores. La delegación de la actividad de regulación y supervisón del mercado de valores sobre un ente privado se basa en tres razones:

(i) El grado de sofisticación de los mercados hace que sea imposible para la autoridad gubernamental regularlos.

[9] Ver el informe “Reinventing Self-Regulation” preparado por la Securities Industry Association (SIA) para Estados Unidos.

(ii) La autoridad gubernamental tenderá a duplicar los esfuerzos y costos incurridos por la bolsa.

(iii) Se produce simbiosis en el trabajo de los reguladores de la bolsa y el desarrollo del mercado.

En otras palabras, la principal ventaja de la autorregulación sería poner las decisiones de regulación del mercado de capitales en las manos de quiénes mejor conocen su funcionamiento, sus necesidades, fortalezas y debilidades. En este contexto se entiende que cuando, tras la crisis de 1929, se promulgó el Securities Exchange Act de 1934 en el que se creaba la Securities Exchange Commision (SEC), ésta entidad reguladora asumía, entre otras funciones, la misión de supervisar y promover el funcionamiento del aparato auto disciplinario de las bolsas de valores.

Con el tiempo, los defensores del sistema de autorregulación han sostenido que cualquier regulación del mercado deberá respetar y fortalecer este aspecto de la autorregulación. Por mucho tiempo, de hecho, la imagen del sistema de regulación alcanzado en Estados Unidos fue que las bolsas tenían el rol principal en cuanto a la regulación y fiscalización, y el gobierno un rol residual equivalente a tener una pistola aceitada, guardada en el cajón con la esperanza de que no tuviera que ser usada.[10] Como evidencia para sustentar este análisis se ha argumentado que el importante crecimiento del NYSE hasta convertirse en la principal bolsa mundial se debe en parte importante al éxito de los mecanismos de autorregulación implementados por este mercado.[11]

1. Funciones regulatorias asumidas por las Bolsas de Valores

Bajo el esquema autorregulatorio, tradicionalmente se acepta que las bolsas deben cumplir las siguientes funciones regulatorias[12]:

i. La regulación del Mercado primario.

En principio, las bolsas de valores en los mercados desarrollados pueden cumplir un importante rol contribuyendo a disminuir la asimetría de información

[10] Ver Oesterle (2000).
[11] Sin embargo, se podría sostener también que la clara preponderancia del NYSE se basa en el éxito económico de Estados Unidos durante el siglo pasado.
[12] Ver "The Future Regulatory Role of Exchanges", informe preparado para la World Federation of Exchanges.

entre emisores de valores (empresas) y los inversionistas. Esta función incluiría los siguientes aspectos específicos que deberían ser considerados en la normativa asumida por cada bolsa de valores: (i) requisitos para el listado de empresas[13]; (ii) requisitos para la transacción de títulos; (iii) monitoreo continuo de los emisores para verificar cumplimiento de los requisitos de listado y transacción; y (iv) diseminación de información relevante de precios al mercado.

En Estados Unidos, por ejemplo, diferentes bolsas aplican diferentes requisitos para que una empresa pueda listarse.[14] Sin embargo, estos requerimientos tienen el objetivo común de garantizar a los inversionistas que las empresas listadas en una bolsa cumplen con ciertos mínimos en aspectos como razones financieras, tamaño, dispersión de propiedad, gobierno corporativo y otros. Por ejemplo, mientras el NYSE exige un valor de mercado comprobable de entre 60 y 100 millones de dólares en acciones al público y al menos 2200 accionistas dueños de 100 acciones o más ("*round lot holders*"), Nasdaq exige entre 5 y 20 millones de acciones en poder del público y al menos 400 "round lot holders".[15]

Además, las empresas deben cumplir requisitos similares en el tiempo que incluyen, además, indicadores de liquidez y volúmenes transados para permanecer listadas y sus títulos siendo transados en las bolsas respectivas. Por otro lado, incumplimiento de estos requisitos, así como cualquier otra actitud de la empresa que haga sospechar que está manipulando precios u ocultando información relevante al mercado que impida que la bolsa pueda cumplir

[13] Por ejemplo, la Bolsa de Nueva York (NYSE) exige un mínimo estándar en dispersión de propiedad, tamaño y en medidas financieras cuantitativas. En el primer aspecto, se exige para poder listarse que la empresa tenga un mínimo de 2.000 accionistas que posean al menos 100 acciones cada uno. Se acepta, también, para este requisito que la dispersión sea menor, pero que se obtenga un mínimo volumen transado. Por ejemplo, 500 accionistas en total y un volumen de transacción promedio mensual de 1.000.000 de acciones. En el caso de un IPO (primera emisión de acciones) el valor de capitalización bursátil alcanzado debe de ser de 60 millones de dólares. Respecto a las razones financieras exigidas se pide utilidades agregadas, antes de impuesto, para los últimos 3 años por arriba de los 6.5 millones de dólares. Aquellas empresas que no alcancen esa cantidad pueden listarse si, por ejemplo, tienen ingresos mayores a 100 millones de dólares y flujo de caja operacional de 25 millones de dólares. En el caso de empresas que no sean norteamericanas, estos requisitos son diferentes formalmente aunque mantienen el mismo espíritu.

[14] Históricamente, las bolsas han cumplido un importante rol en este sentido, debido a que el SEC no tenía atribuciones para dictar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas. La Ley Sarbanes-Oaxley modifica este tradicional equilibrio entregándole más atribuciones al SEC.

[15] Las acciones en poder del "público" excluyen las que son propiedad de los ejecutivos, directores o accionistas con control directo o indirecto de 10% de la propiedad o más.

cabalmente su función de diseminadora de información de precios puede llevar a la inmediata suspensión de transacciones o a que la empresa sea des-listada.

ii. Regulación del mercado secundario:

Una segunda función fundamental de la autorregulación de una bolsa de valores es la vigilancia del mercado. Esta función incluye las siguientes funciones específicas: (i) especificación de reglas operativas de transacción; (ii) conducta de los participantes del mercado durante negociaciones y remates; y (iii) vigilancia y arreglos para el *clearing y settlement* de las operaciones.

iii. Regulación de miembros de la bolsa y otros participantes en el mercado:

Quizás el aspecto más importante de la autorregulación de las bolsas sea la vigilancia a las prácticas y conductas de sus propios miembros como corredores, dealers y especialistas. Estas actividades autorregulatorias incluyen aspectos como la salud financiera de los corredores miembros, la ejecución de transacciones no permitidas o no realizadas a los mejores precios, potenciales conflictos de interés entre analistas y bancos de inversión, lavado de dinero, uso de información privilegiada y manipulación de precios. Las bolsas también supervisan y regulan las actividades de participantes en el mercado como *"hedge funds"* u otros.

La aplicación de esta vigilancia se realiza mediante supervisión directa, auditoría de los miembros y mecanismos de autoevaluación. Por ejemplo, durante el bienio 2002-2003, NYSE, NASD y el SEC iniciaron una ronda de exámenes para verificar el cumplimiento de sus normas a todos los miembros de sus bolsas.

iv. Operación de los fondos de garantía a los inversionistas.

Finalmente, las bolsas de valores regulan la mantención de fondos de garantía a los inversionistas o de seguros que cubran a los inversionistas del riesgo de pérdida de su inversión por causas imputables a la operación del corredor.

2. Aspectos esenciales de una adecuada práctica autorregulatoria:

Un buen sistema de autorregulación bursátil debería ser consistente con los objetivos generales de la regulación del mercado de capitales tal como se indicó en la sección anterior. En esta sección se discuten los aspectos particulares de la autorregulación que contribuirían a la concreción de esos objetivos.

i. Promover la protección a los inversionistas:

Desde el punto de vista de la autorregulación, el aspecto clave es que los inversionistas enfrenten los mismos mecanismos básicos de protección en todos los mercados en que transen e independientemente del corredor que utilicen. Si bien cada mercado bursátil se constituye como un ente autorregulado independiente, lo anterior implicaría que deben promoverse instancias de coordinación que permitan lograr un nivel adecuado y parejo de protección a todos los inversionistas. La ronda de exámenes y controles realizada en conjunto entre el NYSE, NASD y el SEC constituye un claro ejemplo de esto.

ii. Preservar la competencia:

Un aspecto fundamental del concepto de autorregulación es su potencial capacidad para promover el desarrollo del mercado de capitales y no dictar la forma en la que éste se desarrolla. En este sentido el informe del SIA "Reinventing Self-regulation" sugiere considerar los siguientes aspectos claves:

- Vigilar la regulación de competidores por parte de los SROs. Situaciones especialmente complicadas por la existencia de conflictos de interés obvios pueden darse cuando un corredor miembro de una bolsa opera, además, en otra o en un mercado OTC competidor. Como se discutirá más adelante, la desmutualización de las bolsas de valores puede agravar este problema.
- Generar mecanismos que incentiven la adopción de innovaciones tecnológicas. Una de las ventajas de la autorregulación es poner las decisiones operativas de funcionamiento del mercado en manos de quienes más cerca están de él. Debe evitarse, por lo tanto, que la

interacción entre los reguladores y los SROs disminuya el incentivo que cada bolsa tiene para innovar y competir con las otras bolsas.

- Asegurar el buen gobierno de la SRO. Las bolsas son asociaciones con fines de lucro gobernadas por un directorio. Como otros tipos de empresas, las bolsas deben organizarse y proveer los mecanismos para un buen gobierno corporativo, proveyendo de adecuados espacios de opinión y derechos a sus miembros minoritarios, especialmente si existen conflictos de interés. Recientemente, tanto el NYSE como NASD emitieron sus propios principios de gobierno corporativo donde se especifica la conformación del directorio y de los diferentes comités. Un aspecto fundamental del cual es la existencia de instancias para dirimir conflictos entre miembros.
- Permitir la competencia global: la competencia global puede convertirse en la principal forma de competencia que enfrenten la mayoría de las principales bolsas en un futuro cercano. Esta forma de competencia es importante para asegurar la provisión de un buen servicio a un costo razonable a los inversionistas. Las bolsas locales pueden percibir la competencia global como una amenaza a su negocio y ocupar sus facultades regulatorias para impedirla. El marco regulatorio/autorregulatorio debe preservar la competencia y evitar que conflictos de interés puedan poner en peligro la existencia de un marco competitivo global.

iii. Promover una autorregulación apropiada a un costo justo y razonable.

Además de los aspectos generales regulatorios mencionados en la sección anterior, existen algunos aspectos específicos a la labor autorregulatoria de las bolsas de valores que deben tomarse en cuenta para asegurar la eficiencia de este proceso:

- En primer lugar, la labor autorregulatoria no es sencilla y deben proveerse de incentivos para asegurar que la autorregulación sea implementada por expertos mediante y para promover el traspaso de información desde los participantes en el mercado hacia las SROs.

- Por otro lado, el sistema autorregulatorio debe aceptar que las entidades supervisadas difieren entre si y que no debe imponerse un sistema único de autorregulación.
- Los costos de implementar los mecanismos autorregulatorios deben ser compartidos proporcionalmente por todos los participantes que se benefician de la regulación: mercados, corredores, empresas e inversionistas. Si se cobran explícitamente los servicios de regulación, estos cobros deben ser claramente y explícitamente basados en los costos asociados.

iv. Asegurar el proceso debido:

Tres aspectos de la regulación ejercida desde las bolsas son los que determinan la existencia de un proceso adecuado de imposición de sanciones. La regulación ejercida por las SROs debería centrarse en detectar tempranamente debilidades de los participantes en el mercado y solucionarlas. Además, deberían evitarse regulaciones enfocadas excesivamente en la forma de los procesos. Finalmente, la aplicación de procedimientos y sanciones debería reservarse para casos evidentes de malas prácticas.

3. Principales debilidades del sistema de autorregulación bursátil

El sistema de autorregulación bursátil no está exento de problemas y detractores. De hecho, en Estados Unidos el régimen original que regulaba el comportamiento de los mercados de valores como entes autorregulados (SROs) y su interacción con el SEC ha ido cambiando, en general, en forma discreta y en respuesta a escándalos financieros específicos.[16]

En términos simples, el régimen ha tendido a cambiar hacia un sistema con mayor intervención del SEC. Por ejemplo, originalmente, el SEC no podía cambiar una serie de reglas establecidas por las bolsas y existían tipos de regulaciones que solo podían ser iniciadas por las SROs. A partir de 1975, el

[16] Ejemplos de escándalos: El NYSE es un club, insider trading, fallas en el back-office. El estudio de Christie y Schultz (1994) respecto a la evidencia de colusión en el NASDAQ gatilló la separación de NASDAQ de NASDR, ambas subsidiarias de NASD. En 1998 se probó el uso habitual de los brokers de transar los títulos que sus clientes ordenaban transar para su propio beneficio.

SEC puede agregar y eliminar cualquier regla en forma unilateral. En la práctica, con este poder en mano, el SEC podría presionar para que las bolsas adopten las regulaciones que el SEC quiera, por lo que la responsabilidad final sobre el buen funcionamiento del mercado ha sido poco a poco transferida al SEC.

En el fondo, la principal debilidad de del mecanismo de autorregulación del mercado de valores estriba en el conflicto de intereses inherente al principio. Las bolsas de valores son, generalmente, asociaciones privadas, cerradas y comerciales, que buscan el beneficio de sus miembros. Sin embargo, bajo el supuesto que las bolsas con las mejores reglas tendrán una ventaja competitiva atrayendo más empresas, *traders* y capital, las bolsas tienen incentivos para crear sistemas honestos y eficientes con el fin de atraer a sus clientes. Este último es el aspecto autorregulatorio de las bolsas.

El conflicto de intereses tiende a exacerbarse cuando la competencia disminuye. Así, cuando un mercado alcanza una posición privilegiada se crean al menos dos importantes incentivos perversos: (i) la tentación a desviarse de sus propias reglas, creando una diferencia entre las reglas publicitadas y las efectivas; (ii) la tentación de los miembros a actuar como carteles, disminuyendo la competencia en beneficio de sus miembros.

En otras palabras, en un contexto muy competitivo cada miembro tendrá incentivos para ser transparente y mostrar que es mejor que los otros. En la ausencia de estos incentivos, el sistema autorregulatorio no se sustenta solo y requiere de creciente supervisión por parte de la autoridad e instituciones intermedias para que detecten problemas y cuiden el interés público. Un ejemplo de este tipo de práctica ha sido la decisión del SEC, en Estados Unidos, de confiar en que el uso de directores independientes en los directorios de las bolsas de valores ayudará al rol autorregulatorio de las bolsas, velando por la adecuada supervisión de las prácticas de sus miembros. Sin embargo, visiones más escépticas sostienen que, dado que estos directores son elegidos de facto por los miembros de las bolsas, es difícil que puedan cumplir un rol supervisor efectivo.

Respecto del tema de la colusión, toda asociación comercial cerrada buscará usar el grado de poder de mercado que logre obtener para el beneficio de sus miembros en detrimento de los no miembros. Usualmente, este tipo de práctica se defiende con el argumento de que es utilizada con el objetivo de

mejorar los estándares de calidad, en un sentido que en el papel se asemeja al fundamento de la práctica autorregulatoria. Por ejemplo, el NYSE sostiene que la consolidación de todas las órdenes en su rueda asegura la obtención del mejor precio posible en los títulos listados. Sin embargo, este mecanismo hace que los miembros autorizados a transar en la rueda puedan cobrar comisiones monopólicas a sus clientes.

Otra forma de comportamiento anticompetitivo es a través de los mecanismos propios de la autorregulación. La bolsa puede amenazar con acciones disciplinarias a miembros que utilizan prácticas legalmente aceptables pero que erosionan su poder de mercado. Por ejemplo, el NYSE ha tratado de impedir que las órdenes sean satisfechas por *dealers* competidores aunque estos ofrezcan igual precio y menores costos de transacción.

IV. Modelos de Sistemas de Autorregulación Bursátil

A. El Modelo Actual Norteamericano

Actualmente existen nueve bolsas nacionales registradas en Estados Unidos y una asociación de valores (NASD). Cada una de estas SROs realiza dos funciones: (1) la operación y promoción del mercado de valores; y (2) la regulación del mercado y de los corredores afiliados a él. Como se discutió previamente, en su rol como ente autorregulado, estas entidades asumen la vigilancia del mercado y su regulación, la auditoría de los corredores miembros, la imposición de sanciones y el arbitraje de disputas. En principio, cada una de estas bolsas puede organizarse cumpliendo simultáneamente ambas funciones primordiales desde la misma entidad o establecer una entidad separada que cumpla fundamentalmente el rol autorregulatorio. El primer caso se da en la gran mayoría de las bolsas incluyendo al NYSE. La única excepción es NASD que recientemente separó sus funciones regulatorias asumiéndolas a través de NASDR y dejando las funciones operativas sobre el mercado en Nasdaq. En cualquier caso, independientemente de la estructura organizativa que se asuma, el SEC supervisa el funcionamiento de cada una de las SROs. En la discusión acerca del futuro de la autorregulación en Estados Unidos, la SIA destaca los siguientes beneficios de la actual estructura:

- El sistema actual parece ser lo suficientemente flexible como para permitir la innovación en el mercado y promover la competencia justa entre participantes.
- La unión de los roles de operar y supervisar el mercado parece lograr el máximo provecho de la información obtenida de primera mano desde los corredores y operadores, en su canalización hacia una adecuada regulación y supervisión.
- El sistema permite la mejora continua y progresiva. En particular, se ha observado que las SROs pueden ir introduciendo cambios marginales en las regulaciones y formas de supervisión que no requieren de reformas importantes.

Sin embargo, desde el punto de vista de una regulación efectiva, la actual estructura organizacional de las SROs en Estados Unidos presenta las debilidades descritas anteriormente y está, por tanto, sujeta a varias críticas. Como vimos, el principal problema de este sistema es el potencial conflicto de interés entre los objetivos de regular y supervisar el mercado, y el objetivo de promoverlo y maximizar las rentas de los miembros. Esto se debe a que la actividad de promoción del mercado para aumentar los beneficios de los miembros asociados puede estar en conflicto con los objetivos primordiales del mercado como ente autorregulado. Ese sería el caso, por ejemplo, si un SRO pudiera usar su poder regulador para imponer restricciones a la competencia, o resistirse a la innovación en los procedimientos operacionales para no asumir los costos de cambiarlos.

Otro inconveniente del actual sistema en USA es la existencia de duplicación de regulaciones muchas veces inconsistentes entre si, y duplicación del esfuerzo supervisor sobre los corredores. El SEC debe hacer un papel activo coordinando los esfuerzos de los múltiples SROs existentes. De lo contrario se produce un exceso de costo de supervisión que recae finalmente sobre los inversionistas.

B. Otros modelos alternativos:

- El modelo NASDR: consiste básicamente en que cada uno de los SROs existentes continúa operando y supervisando su propio mercado. Sin embargo, cada SRO separa sus funciones regulatorias, supervisoras y disciplinarias concentrándolas en una subsidiaria que es gobernada por un directorio independiente al del mercado. Esta es la forma en la que hoy opera NASD en anticipación a su desmutualización. Aunque este modelo busca reducir los conflictos de interés entre funciones, sus críticos dudan que logre ser realmente efectivo en lograrlo. Además, el modelo no corrige la duplicación de esfuerzos regulatorios y sus potenciales inconsistencias.
- El modelo de SRO designado: la idea es corregir el problema de duplicación de esfuerzos de regulación mediante la asignación de responsabilidades de supervisión sobre un corredor a uno de los SROs donde opera.
- Supervisión centralizada de corredores: se propone separar las funciones de supervisión de corredores en cuanto a su funcionamiento y salud financiera, de la función de supervisión del mercado y transacciones. Estas últimas funciones serían realizadas por cada SRO en su mercado, mientras que la supervisión de corredores se centralizaría en una sola entidad que asumiría esta función para todos los corredores. Esta entidad sería dirigida por un directorio formado por representantes de los inversionistas y de los corredores y otros participantes.

  Las principales ventajas de este modelo son: (i) reduce conflictos de interés; (ii) evita la duplicación de la supervisión; y (iii) concentra el esfuerzo y expertise regulador en una instancia.

  Los detractores de este modelo critican que la separación en las dos funciones regulatorias de los SROs pueden restar eficacia y flexibilidad al proceso de autorregulación. Además, se teme que este sistema introduzca burocracia al sistema.
- Modelo de regulador único: más centralizador aún, este modelo propone concentrar todas las funciones reguladoras de las SROs, tanto sobre las firmas miembros como sobre el mercado, en una única entidad. Esta entidad podría ser una organización privada como en el modelo anterior o

gubernamental. En este último caso, el SEC se haría cargo de toda las funciones regulatorias del mercado de valores. Aunque esta proposición elimina los conflictos de interés y la duplicidad de reguladores se le critica la falta de flexibilidad y de comunicación con el mercado, que son precisamente las principales bondades del sistema de autorregulación. En el caso que esta función sea realizada por el SEC se teme su mayor costo y burocratización.

En general, los diferentes modelos de sistema autorregulatorio reflejan distintas apreciaciones de las prioridades en las que debe estar basada su estructura. Los esquemas que enfatizan la centralización de las actividades regulatorias se basan en la hipótesis de que los conflictos de interés al interior de la bolsa hacen imposible el éxito de la práctica de la autorregulación. Los esquemas que permiten la supervisión descentralizada están reconociendo los beneficios que la gestión autorregulatoria tiene en términos de mayor eficiencia y conocimiento de las verdaderas necesidades de cada mercado. Por ejemplo, se sostiene que dado que el NYSE es un mercado de órdenes con especialistas y el NASDAQ un mercado de puntas con dealers, existen potencialmente muy pocos beneficios de centralizar la supervisión y regulación de ambos mercados.[17]

V. La Autorregulación Bursátil en Chile

Desde un punto de vista legal, las bolsas de valores en Chile deben constituirse de acuerdo con el Título VII de la Ley del Mercado de Valores. Esta Ley especifica aspectos de la constitución de una bolsa, de los requisitos mínimos exigibles a sus miembros, de su gobierno corporativo y de sus responsabilidades generales. Asimismo, se estipula que la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) es el ente público encargado de la regulación de aspectos puntuales de la operación de las bolsas, así como de supervisar su funcionamiento.[18] Además, al igual que en otros países, las bolsas en Chile se constituyen como organismos

[17] Ver Karmel (2000) para una descripción detallada.
[18] Ver Ley del Mercado de Valores, Título VII.

autorregulados, en el sentido que pueden establecer sus propios reglamentos tanto aplicables a sus asociados como a la operación del mercado.

En la actualidad, el mercado chileno cuenta con tres bolsas de valores: (i) la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS); (ii) la Bolsa Electrónica de Chile (BEC); y (iii) la Bolsa de Valparaíso (BV). En términos de volúmenes transados, la BCS presenta casi dos tercios de las transacciones del mercado bursátil de renta variable y el 99% del mercado de renta fija.

La Bolsa de Comercio de Santiago fue fundada en 1893 como una bolsa tradicional de corredores. En la BCS, el mercado de renta variable opera en dos modalidades. En primer lugar, la BCS tiene la Rueda donde los corredores miembros transan a viva voz a horas específicas del día.[19] En segundo lugar, la BCS también opera con un sistema de libro electrónico de órdenes, de calce automático, llamado Telepregón.[20] Este sistema funciona en forma continua dentro del horario de transacciones. Por otro lado, el mercado de renta fija se desarrolla en la BCS a través del sistema de remate electrónico.[21]

La Bolsa Electrónica de Chile fue fundada en 1989 y funciona como un mercado de corredores que opera exclusivamente en forma electrónica a través de un sistema automatizado que permite transacciones de rueda, remate y licitación. El grueso de las operaciones corresponde a la estructura de un libro electrónico de órdenes ingresadas al sistema por los corredores miembros. Recientemente la BEC ha puesto a disposición de los corredores su plataforma electrónica también para transacciones over-the-counter.

---

[19] En el Pregón o Viva-Voz, el corredor pregona las órdenes de sus clientes, ofreciendo a viva voz comprar o vender las acciones. Una vez que encuentra una contraparte dentro del resto de los corredores que concurren al redondel principal, se procede a calzar la operación.

[20] En este sistema el corredor ingresa las ofertas de compra y venta de acciones, para que estas se calcen en forma automática con aquellas ingresadas por otro corredor, en la medida que exista compatibilidad de precios entre ellas. En este sistema se negocian junto a las acciones, dólares, opciones, futuros y Cuotas de Fondo de Inversiones (CFI). Las operaciones en acciones se pueden liquidar en T+0, T+1 ó T+2 (contado normal), siendo esta última modalidad la más habitual.

[21] En el sistema de remate electrónico las ofertas, posturas y adjudicaciones se efectúan a través de terminales conectados a una red computacional. La modalidad de remate está referida a un remate concurrente de ofertas de venta previamente inscritas por los corredores, las que son asignadas a un determinado remate dependiendo de su hora de inscripción. El remate se realiza simultáneamente para todas las ofertas asignadas, debiendo los corredores compradores realizar posturas, por tasa o precio según corresponda, durante un lapso predefinido, luego del cual el sistema adjudica al mejor postor las ofertas, conforme a los criterios definidos en el sistema. Los instrumentos de renta fija se liquidan al día siguiente hábil bursátil de materializada la operación.

En relación a las cuatro áreas de acción regulatoria de una SRO que fueron discutidas anteriormente, la situación actual de las bolsas chilenas puede describirse de la siguiente forma:

i. La regulación del Mercado primario:

- Establecer requisitos para el listado de empresas:

Esta importante función no es realizada por las bolsas chilenas, puesto que la actual legislación requiere que las bolsas acepten listar a cualquier sociedad anónima abierta que se encuentre registrada en el Registro Nacional de Valores (RNV). Un ejemplo extremo de esta situación se dio en 1989 cuando la Bolsa Electrónica de Chile, tras su fundación, decidió listar en su mercado a todas las empresas registradas en el RNV aún cuando éstas no lo hubieran solicitado.

La falta de un rol de las bolsas chilenas en esta importante función reguladora se encuentra en clara oposición con la tendencia mundial de contribuir a la mejora de los gobiernos corporativos y a la protección a los inversionistas a través de mecanismos privados de regulación. Sin embargo, existen algunas características particulares del mercado de valores chileno que hacen menos trascendente esta carencia con respecto a otras economías en desarrollo. En primer lugar, la temprana privatización del sistema de pensiones generó mecanismos de calificación de inversiones que entregan información a los inversionistas sobre la calidad de las empresas emisoras.[22] En segundo lugar, las empresas que alcanzan ciertos estándares en cuanto a tamaño, volumen transado y transparencia tienen acceso a mercados más exigentes en materias de gobierno corporativo a través del mecanismo de ADR.[23] En tercer lugar, la reciente creación de la legislación de Mercado Emergente[24] provee una alternativa menos engorrosa para la emisión y transacción de acciones de

[22] Ver Walker y Lefort (2000) para una descripción y evaluación de los principales efectos de la privatización de los fondos de pensiones chilenos sobre el desarrollo y funcionamiento del mercado de capitales chileno.

[23] Saez (2003) mide el efecto de la emisión de ADRs sobre el valor de las empresas en Chile.

[24] La normativa para el Mercado Emergente provee varios beneficios para las empresas emisoras y los inversionistas que adquieran sus títulos. Desde el punto de vista de las empresas, la normativa les permite acceder a los beneficios del mercado de capitales incurriendo en menores costos burocráticos y contando con el apoyo de agencias gubernamentales. En el caso de los inversionistas, las acciones que se transan en el mercado emergente están exentas del impuesto a las ganancias de capital (independientemente de su presencia bursátil por tres años), le garantizan la presencia de al menos 10% de accionistas minoritarios, y cuentan con "market makers" que ayudan a proveer liquidez al título.

empresas más pequeñas y más jóvenes, y que pueden ser percibidas como más riesgosas por los inversionistas. De esta manera, se han ido creando diferentes niveles de mercado para las empresas, que son claramente identificables por los inversionistas, y que sustituyen, en parte, a la práctica de parte de las bolsas de imponer requisitos a las empresas para listarse.

- Requisitos para transarse.

La principal herramienta que tiene una bolsa para disciplinar a los emisores de títulos en ella, es la suspensión de sus transacciones. En Chile, las bolsas de valores pueden suspender las transacciones de un título, informando previamente a la SVS. La SVS ha tendido a la armonización de las prácticas regulatorias por parte de las diferentes bolsas. El procedimiento actual requiere que se suspendan las transacciones cuando un título de alta presencia presenta una variación diaria en su precio de más del 10% respecto al precio de cierre del día anterior (o de 20% para los títulos menos transados). Las bolsas que suspendan transacciones de un título deben informar a la SVS y requerir del emisor un informe respecto a las posibles causas de la variación de precios. Habitualmente los emisores no tienen o no suministran una respuesta clara al respecto. En la práctica, la BEC ha adoptado el procedimiento de suspender transacciones por media hora (lo que corresponde al mínimo exigido por la SVS), mientras que la BCS suspende transacciones prácticamente todo el día.

Es importante notar que la SVS también tiene la facultad de suspender las transacciones de un título. Sin embargo, consistentemente con el principio de autorregulación, la SVS rara vez ejerce esa función, prefiriendo que sean las bolsas quienes lo hagan. En los casos en que la SVS considera que es necesaria la suspensión, la agencia gubernamental solicita a las bolsas que suspendan transacciones de algún título hasta que la información en poder de la SVS sea aclarada.

- Monitoreo continuo de los emisores para verificar cumplimiento de los requisitos de listado y transacción.

Las bolsas de valores pueden contribuir al mejoramiento del gobierno corporativo y a la mayor transparencia del mercado a través de su labor de monitoreo de las prácticas de las empresas emisoras. Las bolsas chilenas están autorizadas a suspender transacciones de títulos unilateralmente y requerir

información específica de la empresa emisora acerca de cualquier hecho que pudiera ser relevante para el mercado. Sin embargo, no es habitual que esto ocurra. Además, las bolsas de valores chilenas no imponen requerimientos específicos a las empresas ni requieren ninguna otra información periódica que aquella que la ley les exige para permanecer en el Registro Nacional de Valores. Por un lado, esta situación indica que las bolsas chilenas no contribuyen a través de su práctica autorregulatoria a los gobiernos corporativos de los emisores y mejorar la protección a los inversionistas. Por otro lado, es posible que la falta de este tipo de iniciativas constituya también una oportunidad pérdida para mejorar algunos de los indicadores de mercado. En particular, el mercado de renta variable chileno presenta muy bajos volúmenes transados en relación a su nivel de capitalización de mercado.[25] Entre las probables causas del bajo volumen transado se encuentra la alta concentración de la propiedad. Las bolsas chilenas podrían intentar mejorar los volúmenes transados y, por lo tanto, sus beneficios, imponiendo requisitos de porcentaje de acciones en manos de accionistas minoritarios y número mínimo de paquetes accionarios determinados (*round-lot-holders*).[26]

- Diseminación de información relevante de precios.

Las principales bolsas chilenas ofrecen modernos sistemas de información de precios en tiempo real para los inversionistas.

ii. Regulación del mercado secundario.

Esta función regulatoria de las bolsas incluye la especificación de reglas operativas de transacción, la supervisión de conductas durante negociaciones y remates, la vigilancia y operacionalización de arreglos para el *clearing* y *settlement* de las transacciones, y la creación de nuevos instrumentos y productos.

Respecto a estas funciones, las bolsas chilenas han sido muy activas en su rol regulatorio estableciendo manuales operativos, procedimientos y controles.

[25] Ver Eyzaguirre y Lefort (2000) y Lefort y Walker (2003) para algunas explicaciones posibles a este fenómeno.

[26] Por supuesto, la incorporación de mayores requisitos a las empresas podría ser percibida por éstas como una amenaza e inducirlas a delistarse. Sin embargo, las empresas deberían poner en la balanza los costos asociados a su decisión, que en el caso de empresas medianas y grandes podría ser suficiente para inducirlas a mantenerse listadas.

Además, las bolsas interactúan con la SVS en todo el proceso de regulación y supervisión de la operación de los diferentes mercados.

Sin embargo, existen algunos aspectos que podrían ser considerados para mejorar la vigilancia del mercado y la eficiencia con que ésta se realiza. Consistentemente con la noción de armonización de prácticas regulatorias, la SVS ha buscado la igualación de procedimientos en ambas bolsas, aún cuando se trata de mercados que en muchos casos operan en forma distinta. Por ejemplo, la SVS ha tendido a buscar la competencia en el proceso de fijación de precios, a través del denominado mecanismo de interferencia, y sus reglas han estado, por lo tanto, sesgadas hacia la dinámica de un mercado de rueda el que únicamente se aplica en un porcentaje de las transacciones.

Respecto a la introducción de nuevos instrumentos y productos, en principio, las bolsas chilenas tienen suficiente autonomía y normalmente cuentan con el apoyo de la SVS para introducir nuevos productos en el mercado. Sin embargo, existe el peligro de que la ejecución por parte de la SVS de un acucioso proceso de vigilancia del mercado con recursos escasos tienda a entorpecer y rigidizar el rol regulatorio de las bolsas. Un ejemplo de los problemas que las bolsas enfrentan al ejercer su rol autorregulatorio, es que cualquier producto o procedimiento nuevo requiere de un manual que debe ser aprobado por la SVS. Este proceso puede tomar mucho tiempo y los críticos al actual sistema sostienen que el resultado final está condicionado desde el principio por lo que la SVS está dispuesta a aprobar, y que la agenda respecto a la modernización de las prácticas operacionales del mercado está dirigida por la SVS. Otro ejemplo de potencial rigidez inducida por la supervisión gubernamental, sería que la SVS no ha permitido implementar transacciones fuera del horario base 9:00-18:00 porque a las 18:00 se valorizan las cuotas de fondos mutuos.

En el fondo, estas tensiones entre la Superintendencia de Valores y Seguros y las bolsas locales de valores reflejan el dilema inherente al concepto de autorregulación. Debido al conflicto de intereses que enfrentan las bolsas a la hora de regular los mercados que éstas operan, se requiere la supervisión del proceso por parte de un organismo autónomo. Sin embargo, esta supervisión tiende a rigidizar la acción de las bolsas y puede impedir la materialización de los

beneficios esperados de la aplicación de la regulación por parte de quienes mejor conocen las necesidades del mercado.

El regulador debe mantener un cuidadoso equilibrio en su labor de vigilancia para evitar dañar el funcionamiento del mercado. Un exceso de supervisión centralizada gubernamental puede llevar a los participantes del mercado, que no requieren usar la bolsa por ley, a buscar otros sistemas de transacción menos regulados como el mercado bancario over-the-counter.[27] Además, dado que bajo la actual legislación, la SVS debe aprobar todos los manuales y procedimientos, en definitiva las Bolsas no son responsables finales de las innovaciones o procedimientos que implementan, con lo que se pierde en parte el sentido de ente autorregulado.

iii. Regulación de participantes de la industria:

Esta función regulatoria corresponde a la regulación y supervisión de los corredores miembros de las respectivas bolsas y de otros profesionales del mercado. Claramente, los conflictos de intereses son potencialmente más importantes en esta área, y en consecuencia, la visión de la actividad reguladora de la SVS y de las bolsas también tiende a diferir. Las bolsas chilenas entienden que la autorregulación en esta área es la función mediante la cual la Bolsa y el mercado de valores ejercen en forma autónoma la prevención de riesgos sistémicos. En este sentido, no sería responsabilidad de la bolsa ni parte de su rol como SRO el prevenir o sancionar actividades que involucren riesgos individuales de los corredores y/o inversionistas. En este ámbito, las bolsas chilenas únicamente exigen a sus miembros la contratación de seguros que cubren los riesgos de transacción de sus clientes, y mantienen en garantía las acciones de la bolsa que son propiedad de los corredores.

Sin embargo, la SVS tiende a ver el rol autorregulador de las bolsas como un rol sancionador de las malas prácticas individuales. La SVS pone especial énfasis en el conflicto de interés que supone que las bolsas deban monitorear las prácticas de sus propios miembros. La diferencia en enfoque supone algún grado

[27] Los mercados interbancario y over-the-counter en Chile han crecido en forma importante en varios instrumentos como el dólar spot y forward, instrumentos de renta fija y otros. Lamentablemente no hay información disponible respecto al volumen transado en estos mercados en relación al volumen transado en bolsa.

de conflicto entre la SVS y las Bolsas en lo referente a la aplicación de sanciones. En particular, la SVS vería con buenos ojos que las bolsas chilenas hicieran pública la información respecto a cualquier llamado de atención que los directorios de la bolsa hayan hecho a alguno de sus corredores miembros y aplicaran sanciones cuando el comportamiento del corredor así lo requiriera. En la práctica, las bolsas ven su rol en este sentido más como una instancia para resolver posibles conflictos entre diferentes corredores miembros y estiman que la información respecto a estas situaciones es propiedad de las bolsas. Esta visión del problema no es exclusiva de las bolsas chilenas sino que es consistente con lo que al respecto han declarado instituciones como el NYSE.

Para analizar la importancia potencial de los conflictos de interés entre las bolsas y sus corredores y entre corredores hay que mirar la composición de las bolsas. La Bolsa de Comercio de Santiago tiene 33 corredores miembros mientras que la Bolsa Electrónica de Chile tiene 20 miembros. De éstos corredores, 13 se encuentran asociados a ambas bolsas y corresponden, en general, a grandes corredores bancarios con alto costo institucional de mala reputación. A su vez, los directorios de las bolsas chilenas están compuestos por miembros representantes de las mayores corredoras tradicionales y las corredoras bancarias. Esta estructura sugiere que es difícil que se den situaciones de discriminación contra corredores que pertenezcan a más de una bolsa. Además, la presencia de los representantes de corredores bancarios en los directorios ayuda a disminuir los conflictos de interés entre la bolsa (como asociación de corredores) y el mercado que esta administra. La razón para esto es que los corredores bancarios representan indirectamente a los inversionistas y usuarios grandes del mercado. Los mayores conflictos de interés que pueden prevalecer se podrían producir entre corredores grandes y pequeños, y respecto a los inversionistas pequeños.

VI. Desmutualización de las Bolsas de Valores y la Práctica de la Autorregulación Bursátil

Las bolsas estructuradas tradicionalmente como asociaciones de corredores entregan utilidades a sus miembros a través de menores derechos de

bolsa o pagos por volumen transado. En los últimos años, la globalización de los mercados financieros y la mayor competencia originada por la proliferación de mecanismos alternativos de transacción ha amenazado estas utilidades y ha presionado a las bolsas a separar la administración de la propiedad para asumir las tareas de implementar nuevos mecanismos de transacción. Este proceso ha llevado a muchas bolsas en el mundo a considerar la desmutualización como una forma de rebalancear su estructura de gobierno. Esta es la situación en la mayoría de las bolsas europeas, Australia, Corea y muchos otros.

La desmutualización consiste en transformar la membresía de los corredores en acciones que pueden ser vendidas y listarse como sociedad anónima en bolsa. Se ha planteado que la desmutualización agrava los conflictos de interés en el proceso de autorregulación y debe llevar necesariamente a transferir parte del rol regulador de las bolsas a un supervisor centralizado gubernamental.

i. Nuevos mercados electrónicos.

En el último tiempo, se han desarrollado mecanismos alternativos de transacción electrónicos que compiten directamente con los mercados más tradicionales. La proliferación de estos mecanismos trae consigo la reestructuración de los mercados tradicionales y de los esquemas regulatorios. Los ATS (Alternative Market Systems)[28] son sistemas de transacción privados operados por *dealers* que permiten a sus participantes transar directamente uno a uno dentro del sistema. Los ATS son administrados por un tercero que impone requisitos operacionales y por tanto debe ejercer algún grado de supervisión sobre los participantes. Por otro lado, los ECN (Electronic Communication Networks) son un tipo de ATS que disemina información de ofertas a firme para el conocimiento y uso por parte de *dealers* y suscriptores. La diferencia entre los ATS y los sistemas de transacción que muchas veces usan operadores específicos, es que los ATS procesan transacciones entre terceros y no únicamente aquellas que involucran al operador. Debido a sus bajos costos de

[28] En los últimos años se han desarrollado sofisticados softwares que se han constituido como sistemas alternativos de transacción (ATS) substituyendo en parte a los mercados tradicionales. Al año 2000 estos sistemas procesan el 30% de las órdenes sobre títulos listados en NASDAQ y 8% del total de órdenes.

operación, los ATS aumentan la eficiencia del mercado y tienden a reducir los *spreads* y comisiones, por lo que son resistidos por los operadores tradicionales.

La aparición de estos sistemas alternativos también impone un desafío desde el punto de vista regulatorio. Por ejemplo, en Estados Unidos, los ATS deben registrarse en algún mercado y ser regulados, por tanto, por las mismas SROs con las que compiten. En muchos casos, los ATS exitosos derivan en la creación de una red de comunicación electrónica (ECN) que se constituye en una forma alternativa de mercado. En 1999 se promulgaron dos alternativas para los ECN[29]:

- Un ECN puede registrarse como un mercado bursátil nacional, cumpliendo con todos los requisitos y constituyendo su propio sistema de autorregulación.
- Los ECN pueden elegir registrarse como un *broker-dealer* y cumplir con la nueva legislación aprobada por el SEC. En esta alternativa los ECN quedan bajo la jurisdicción de NASDR en todos los aspectos de autorregulación.

Ambas alternativas han tenido sus detractores. Por un lado, los ECN no tienen un sistema de miembros que supervisar sino que venden servicios de transacción a suscriptores y, por lo tanto, basta con que pongan fin a los contratos en vigor si alguna de las especificaciones de ellos es violada. Por otro lado, si los ECN eligen no constituirse en un mercado también enfrentan varias dificultades para operar bajo la supervisión de NASDR. Por ejemplo, los diferentes ECN utilizan diferentes procesos de pareo de órdenes que difieren del que utiliza NASDAQ. Además, NASD maneja dos mercados competitivos (NASDAQ y AMEX), y tiene, por lo tanto, graves conflictos de interés para supervisar la operación de los ECN competidores.

ii. Desmutualización de las Bolsas de Valores.

En respuesta al incremento en la competencia que enfrentan desde los ECN, los mercados más tradicionales como NYSE y NASDAQ han buscado desarrollar sus propios sistemas de operación electrónica. El éxito ha sido limitado porque, entre otras razones, los miembros de ambos mercados tienen un

[29] Securities Exchange Act Release No. 43-40760.

conflicto de interés puesto que el desarrollo de estos sistemas reduce su propia importancia. Se ha llegado al punto en que lo que es bueno para el mercado no es bueno para sus miembros. En otras palabras, desde un punto de vista económico los ATS pueden destruir el poder monopólico de las bolsas haciendo menos beneficioso el gobierno mutual. Algunos miembros sufrirán más con la mayor competencia. De este modo, las bolsas se ven empujadas a convertirse en organizaciones con fines de lucro con estructuras de gobierno corporativo que les permita tomar decisiones independientemente de los intereses de miembros particulares.

Este conflicto de intereses podría desaparecer si los mercados se desmutualizan y deciden listarse en bolsa. Los antiguos miembros recibirían acciones y dinero a cambio de su membresía original. Los nuevos accionistas manejarían el mercado para obtener ganancias pero sin estar supeditados a los intereses de los *brokers* miembros. Esto podría significar un aumento en la inversión en nuevas tecnologías de transacción o incluso la posible adquisición de algún ECN.

Otro argumento para la desmutualización ha sido la necesidad de transferir poder desde un tipo de miembros hacia otros. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en las bolsas tradicionales solo es posible si éstos asumen también el negocio de corretaje. La desmutualización les permitiría acceder a la propiedad y administración de la bolsa sin necesidad de ser corredores. Sin embargo, en la práctica, en las bolsas que se han desmutualizado los principales accionistas son quienes fueron los antiguos corredores miembros.

La desmutualización de las bolsas genera nuevos desafíos a la práctica autorregulatoria. El problema es que bajo este nuevo esquema, el antiguo esquema de autorregulación se hace insostenible. No es posible que una empresa con fines de lucro asuma el rol de socio de un ente regulador. Los caminos posibles son dejar la labor reguladora en exclusiva al SEC, o separar completamente el rol autorregulador de la operación del mercado

Por ejemplo, si el NYSE se transforma en una compañía pública sería ilógico que negociara consigo mismo los requisitos para listarse. Así, cuando las bolsas de Estocolmo y Australia se hicieron públicas, las agencias reguladoras

gubernamentales se hicieron cargo de supervisar el proceso de entrega de información de la bolsa a sus propios accionistas. La desmutualización agrava el problema porque como compañías con fines de lucro, las bolsas pueden favorecer reducciones de costos asociadas a reducciones de sus funciones regulatorias y de supervisión. Además, las multas constituyen ingresos, por lo que puede dar origen a abusos en contra de corredores no accionistas. Por otro lado, accionistas de la bolsa desmutualizada pueden ser competidores, corredores u otros participantes con conflicto de intereses.

En Chile, las bolsas han recorrido parte del camino a la desmutualización. De hecho, que la BCS es una empresa listada en bolsa que lo único que requiere para desmutualizarse completamente es la autorización para que corredores sin acciones puedan operar en sus mercados. Actualmente, es la ley la que impide esta situación. Esta ley también afecta la posible fusión entre las bolsas dado la disparidad de valores de las acciones de las dos principales bolsas chilenas.

VII. Conclusiones y futuras áreas de investigación

El desarrollo del mercado de valores es uno de los condicionantes del crecimiento económico de un país. Los mercados de capitales se desarrollan cuando se garantiza una adecuada protección a los inversionistas y se dan las condiciones para una sana competencia entre los participantes.

Sin embargo, en ausencia de una apropiada regulación y supervisión del mercado de valores no es posible promover la competencia ni garantizar la protección a los inversionistas. El grado de desarrollo alcanzado por los mercados de valores hace que su regulación y supervisión deba realizarse coordinadamente entre las agencias gubernamentales y las propias bolsas de valores. La autorregulación se requiere para permitir el desarrollo de los mercados en un ambiente complejo y cambiante. La supervisión centralizada es necesaria para mitigar el efecto de potenciales conflictos de interés en las organizaciones autorreguladas. El equilibrio entre ambos tipos de regulación y supervisión es delicado y cambiante. Un exceso de supervisión centralizada puede rigidizar los mercados impidiendo su desarrollo. Un exceso de control de las bolsas de valores puede impedir el desarrollo de sistemas alternativos más

eficientes y competitivos. Se ha planteado que la desmutualización de las bolsas sería la forma de incorporar incentivos para que estas organizaciones incorporen nuevas tecnologías tendientes a un mercado más integrado y eficiente. Sin embargo, este proceso presenta un desafío a la regulación del mercado que debe enfrentarse mediante una combinación de separación de funciones al interior de las bolsas y mayor supervisión centralizada.

En comparación con el caso norteamericano, el mercado de capitales chileno ha operado en un ambiente mucho más proclive a la supervisión centralizada gubernamental que a la autorregulación privada. En consecuencia, los mecanismos autorregulatorios no se han desarrollado completamente y existen varias áreas susceptibles de ser mejoradas. Las bolsas chilenas podrían, por ejemplo, jugar un rol más activo en incentivar la aplicación de las mejores prácticas de gobierno corporativo en las empresas listadas en ellas. También podrían tener un rol más activo en la detección de malas prácticas relacionadas con el uso de información privilegiada o de abusos por parte de operadores inescrupulosos. Al día de hoy no existe ninguna información que pueda servir para cuantificar la importancia de estos problemas en el mercado chileno.

Por otro lado, existe la percepción de que el volumen transado de determinados instrumentos en los mercados no bursátiles ha aumentado en forma importante en detrimento de las bolsas de valores, aunque todavía no hay cifras que permitan corroborar esta apreciación. Si ese fuera el caso, las causas están por determinarse aunque podrían ser la excesiva centralización de la regulación y supervisión en el mercado chileno o la falta de competitividad de los mercados bursátiles locales.

Finalmente, las bolsas chilenas han recorrido ya una parte importante del camino hacia la desmutualización, puesto que ya son sociedades anónimas. Sin embargo, es importante estudiar los beneficios adicionales que la completa separación entre la operación y propiedad de estas bolsas podría generar. Un aspecto interesante de esta posibilidad sería la incorporación de los grandes inversionistas institucionales, los fondos de pensiones a la propiedad de las bolsas, como una forma de alinear los intereses de los principales inversionistas locales y los mercados en los que ellos deben transar.

Referencias

Aggarwal, Reena, 2002. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges, draft.

Beck, T., Levine, R., Loayza., N., 2000. Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics 58.

Black, Bernard and Reinier Kraakman, 1996. A Self-Enforcing Model of Corporate Law, *Harvard Law Review*, 109.

Frost, C., E.A. Gordon and A.F. Hayes, 2002. Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges, Revised draft.

Glassman, James, 2003. The End of SRO, testimony before Committee on Financial Services, House of US Representatives.

Karmel, Roberta S., 2001. Turning Seats into Shares: Implications of Demutualization for the Regulation of Stock and Futures Exchanges, Draft.

Kim, Hwa-Jin, 2001. Searching for a Model for Effective Self-Regulation in Korea.

King, R., Levine, R., 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. Quarterly Journal of Economics 108, 717-738.

La Porta R, Lopez de Silanes F, Shleifer A, Vishny R. 2000. Investor Protection and Corporate Valuation, Revised. Harvard University, Mimeo.

Lefort, Fernando, 2003. Gobierno Corporativo: ¿Qué es? y ¿cómo andamos por casa?, *Cuadernos de Economía.*

Lefort, Fernando y Eduardo Walker (2000) “Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance” ABANTE, Vol. 3, N°1, págs. 3-27.

Lefort, Fernando y Eduardo Walker (2003) “Chilean Financial Markets and Corporate Structure”, mimeo Business School, PUC.

Levine, R., Zervos, S., 1998. Stock markets, banks and economic growth. American Economic Review 88, 537-558.

O’Brien, William, 2002, Best Execution and the Institutional Investor, *Institutional Investor.*

Oesterle, D. A., 2000, Securities Markets Regulation: Time to Move to a Market-Based Approach, *Policy Analysis*, No. 374.

Securities Policy Committee, 1999. The Future of the Tokyo Stock Exchange: The Way Forward.

SIA Staff, 2003. Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Association.

Wahrenburg, Mark, 2003. Trading System Competition and Market Maker Competition, mimeo.

World Federation of Exchanges, 2003. The Future Regulatory Role of Exchanges, Working Committee's Background Paper.

Walker, E., and Lefort, F. (2001) Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (hard) Links?. Working Paper, Pontificia Universidad Católica de Chile.