

Integración y desmutualización de las bolsas

Patricio Arrau
Doctor en Economía, U. de Pennsylvania
Consejero Fuerza Pública

(Columna de opinión Pulso, 4 de marzo de 2015)

Es una historia larga esta de las bolsas y las diversas propuestas y soluciones para avanzar hacia un cada vez más eficiente mercado en el cuál se transan los instrumentos y valores del mercado de capitales. Una acción de corretaje por cada corredor, determina que las utilidades de la bolsa se repartan en forma igual entre los corredores, aunque los derechos de bolsa que originan esas utilidades se originan usualmente por el volumen de las transacciones. Cada corredora, por tanto, recibe ingresos como renta de su acción, como accionista de la bolsa, y por las comisiones de corretaje directo que pueda cobrarle a sus clientes. Este sistema genera una barrera de entrada si es que la bolsa no se abre a emitir más acciones y permitir la entrada. La “desmutualización” de las bolsas, por su parte, es abrir la posibilidad de que se constituyan corredores que no tienen acción alguna en las bolsas, pero se les permite operar en ellas, pagando los derechos de bolsa y cobrando a sus clientes las comisiones de corretaje.

A principios de los ochenta, sin las tecnologías disponibles hoy, las transacciones se realizaban a viva voz, en la rueda, y las conciliaciones en forma manual. Los corredores de la bolsa habían invertido en los edificios y sistemas manuales La Bolsa Electrónica de Comercio (BCS) roncaba y la de Valparaíso poco podía competir; incluso tuvo que cerrar en la crisis de los ochenta. En 1986 la nueva ley bancaria autorizó las corredoras del sector bancario y el directorio de la BCS no permitía su entrada, por lo que los bancos y agentes de valores formaron la Bolsa Electrónica de Chile (BEC). También a fines de la década se reabre la Bolsa Electrónica de Valparaíso. El negocio crecía aceleradamente en volúmenes al permitirse a los fondos de pensiones empezar a invertir en acciones. Se inició así un periodo de competencia inter bolsas en un escenario segmentado de corredores.

A diferencia de la BCS, la BEC adoptó un sistema de derechos de bolsa que replicaba una sociedad de apoyo al giro para sus accionistas y libre acceso a nuevos entrantes mediante la emisión de nuevas acciones. El capital accionario debía cubrir así el capital invertido en la bolsa y una razonable rentabilidad, más cualquier gasto operacional, que era relativamente menor. La BCS se vio obligada a reaccionar para no perder participación, bajando fuertemente los derechos de bolsa y abriendo la entrada a los bancos. En las últimas dos décadas y media, mediante la fiscalización de la SVS, la competencia inter bolsas y la autoregulación de las mismas se ha buscado compatibilizar los avances hacia la eficiencia en el mercado de transacciones de valores, el control de los conflictos de interés y el cumplimiento del rol público de las bolsas. A pesar de los grandes avances, las bolsas se mantienen desintegradas, con cierres de mercado de diverso valor para una misma acción, lo que es evidencia de que no existe un mercado de valores sino vario, con peajes y cobros inter bolsas, con problemas de gobierno corporativo y con conflictos de interés no resueltos por el doble rol de accionistas y corredores. Asimismo, las bolsas han recurrido al

Honorable Tribunal de Libre Competencia acusándose unas de poder dominante de otras. Una propuesta es la interconexión o integración de las bolsas. Aunque hay varios corredores importantes que pertenecen a la BEC y a la BCS, los cierres con puntas distintas son evidencia de fricción, asimetrías de información y cobros inter bolsas. Una acción transada en una bolsa es un sustituto perfecto a la misma acción transada al mismo tiempo en otra bolsa. Que una punta en una bolsa pueda cerrarse en línea con la otra punta en otra bolsa es hoy posible tecnológicamente. Ello permite que asociaciones de corredores creen una bolsa y “entren” a la otra. Pero ello es una barrera a la entrada de todos modos. Mayor competencia de corredores se puede crear también al permitir nuevos corredores que no sean accionistas y tarifcar eficientemente los derechos de bolsa. Ambos caminos son complementarios y deben impulsarse simultáneamente. ¿Qué se interpone en estos avances?. Algunos actores del mercado sienten que ciertos derechos adquiridos y patrimoniales están siendo ignorados. Se sienten expropiados. En ocasiones el argumento no tiene tanta validez, especialmente cuando hay disrupción tecnológica, como en este caso, y cuando existe la obligación de integrarse globalmente con el resto del planeta. Retrasarnos en este último aspecto puede tener enormes costos para el país. Llevamos más de dos décadas de un fuerte desarrollo de nuestro mercado de capitales, donde la competencia inter bolsas y la autoregulación han jugado un importante rol. Es necesario dar un nuevo salto de apertura, para la entrada de nuevos actores. Es la hora de adoptar aceleradamente la transacción inter bolsas, en línea, la integración de los sistemas y la desmutualización.