ESTUDIO TARIFARIO

DEPOSITO CENTRAL DE VALORES S.A., DEPOSITO DE VALORES

Estudio encargado por la Comisión para el Mercado Financiero de Chile de acuerdo con lo establecido en la Norma de Carácter General Número 224 emitida en agosto de 2008

Agosto, 2025

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

INDICE

1. Introducción 4

2. La Empresa y el Sector Industrial 6

2.1 Descripción de la estructura de la empresa 6

2.2 Estructura Organizacional 7

2.3 Gobierno Corporativo 8

2.4 Filiales y negocios asociados 8

2.5 Evolución del mercado 9

3. Servicios en Evaluación 13

3.1 Descripción de los servicios en Evaluación 13

3.2 Servicios Excluidos del análisis Tarifario 15

3.3 Descripción de Subcategorías de Servicios 19

3.4 Funcionamiento de los servicios 19

3.5 Mercado al cual están orientados los servicios 20

4. Proyección de Demanda 22

4.1 Estimaciones de demanda 22

4.2 Resumen del Estudio – Econsult Capital 22

4.3 Actualización de los modelos de estimación 29

4.4 Conclusiones de los Resultados 30

5. Tasa de Costo de Capital 32

5.1 Tasas individuales y agregadas 32

5.2 Modelo y parámetros utilizados para el cálculo 32

5.3 Conclusiones 35

6. Inversión Inicial 37

6.1 Descripción de Inversiones 37

6.2 Relación de Inversión Inicial con sus filiales 43

6.3 Inversión Inicial requerida 45

6.4 Requerimientos de Reinversión 45

6.5 Supuestos de depreciación y obsolescencia 45

7. Unidad Equivalente (UE) 47

7.1 Definiciones y Método 47

7.2 Proyección 51

7.3 Procesos relacionados 52

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

8. Estructura de Costos 54
8.1 Identificación y cuantificación de costos 54
8.2 Proyección de Costos 59
9. Estructura Tarifaria y Mecanismos de Ajuste 62
9.1 Metodología de cálculo de las tarifas 62
9.2 Estructura de Tarifas Vigente 63
9.3 Horizonte de tiempo y perpetuidad 65
9.4 Determinación del Valor Residual 66
9.5 Metodología de ajuste (políticas de descuento) 66
9.6 Valor diferenciado de la UE 67
9.7 Determinación de la proyección tarifaria (precio de la UE) 69
10. Conclusiones 76
10.1 Volúmenes operacionales 77
10.2 Costos 83
10.3 Tasa de Descuento (WACC) 85
10.4 Composición de Trámites Operacionales 86
10.5 Análisis de Resultados 88
11. Opinión Consultores Externos 94
12. ANEXOS 99
12.1 Anexo 1 100
12.2 Anexo 2 109
12.3 Anexo 3 121
12.4 Anexo 4 122
12.5 Anexo 5 124
12.6 Anexo 6 130
12.7 Anexo 7 136

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

1. Introducción

El presente estudio tarifario, de frecuencia bienal (y cuya primera emisión se realizó en agosto de 2009), se basa en el plan financiero preparado por el Depósito Central de Valores S.A., Depósito de Valores, en adelante el DCV o la Empresa, con el objeto de dar cumplimiento a las necesidades de información requeridas por la Comisión para el Mercado Financiero, en adelante CMF, mediante la emisión de la Norma de Carácter General N° 224 del 25 de agosto de 2008.

Este estudio tiene como objetivo entregar información para sustentar la estructura de tarifas de los servicios inherentes a la actividad de custodia, registro y transferencia de valores. Para la actualización de este estudio, el conocimiento de la realidad financiera, operacional y tecnológica de la Empresa ha sido fundamental, por lo que el objetivo central ha sido establecer una lógica de remuneraciones por los servicios que presta el DCV, que asegure la viabilidad financiera y económica de la misma.

La estructura del estudio considera el desarrollo de componentes cuya determinación requiere de un alto grado de aplicación teórica y técnica, por lo que en el presente estudio se incluye el trabajo de asesores externos, expertos en distintos ámbitos como lo son, la determinación de la tasa de costo de capital y la tasa de perpetuidad, la proyección de la demanda y la revisión conceptual de otros componentes del estudio, además de la opinión independiente de la integridad del estudio de tarifas. En esta oportunidad, el apoyo experto fue realizado por ECONSULT, que es una reconocida consultora económica con amplia experiencia en análisis tarifario y regulación, respaldado por su trayectoria en asesorías a organismos públicos y privados en Chile. Cada uno de estos estudios o extractos de estos, son presentados como anexos al presente estudio.

Un elemento muy relevante para el desarrollo del presente estudio es la determinación de la “Unidad Equivalente (UE)”, elemento que corresponde a la unidad de medida básica de esfuerzo que realiza el sistema del DCV para la prestación de sus servicios y que ha estado presente desde la primera emisión del estudio tarifario. El presente estudio consideró en su desarrollo la actualización de los parámetros base necesarios para a definición de las UEs de cada servicio, esto en base a la estructura revisada en el año 2023 por lo que incorpora integralmente las bases del modelo de trámites operacionales requeridos para la prestación de cada uno de los servicios que presta y, por tanto, de la metodología de determinación de los esfuerzos requeridos para producir cada uno de ellos.

En el estudio anterior realizado en el año 2023, el citado proceso de revisión y actualización del modelo fue realizado en conjunto con EY, quienes, además, emitieron una opinión acerca de la consistencia y razonabilidad del citado modelo de distribución, donde su opinión dio cuenta que “es posible concluir que el Modelo de Unidades Equivalentes ha sido diseñado con supuestos de criterio experto razonables, siendo consistente de manera transversal en el uso de los criterios de asignación de unidades equivalentes, los cuáles a su vez son coherentes con relación al uso de la volumetría histórica de los servicios, posterior a la migración de Nasdaq”.

Tal como se mencionó en el estudio tarifario anterior, los descuentos aplicados a diferentes tarifas fueron traspasados de manera permanente a las nuevas tarifas de Reglamento Interno de la Empresa, los que fueron aprobados por la Comisión para el Mercado Financiero el 6 de marzo de 2025 mediante Resolución Exenta N°2445. Cabe destacar que esta práctica de descuentos, la que aplica de forma igualitaria a todos los clientes de la empresa para un mismo servicio, fue concebida como un mecanismo de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

gestión de riesgo y continuidad operacional... Por esta razón, en el presente estudio tarifario se consideran las nuevas tarifas publicadas por el DCV en la Circular N°373 de 25 de marzo de 2025.

Cabe destacar, que este estudio considera sólo los servicios actualmente en operación y no se hacen proyecciones de productos en desarrollo, productos que se encuentren en una etapa de su ciclo de vida que no nos permita realizar una buena estimación o situaciones coyunturales legales o normativas que pueden o no establecer impactos relevantes en la demanda de alguno de nuestros servicios. También se considera una estructura de mercado estable, tomando en consideración el actual número de participantes y sin cambios significativos en su estructura de funcionamiento. Asimismo, se incluyen aquellos servicios inherentes a la actividad de custodia, registro y transferencia de valores realizadas en nuestro país, excluyendo aquellos servicios cuya forma y conceptualización difiere de los servicios base evaluados, como son los servicios internacionales, el servicio de Registro de Contratos Forward y otros servicios menores en cuanto a uso y relevancia desde el punto de vista de la materialidad de los ingresos que se genera a través de ellos.

Como antes se mencionó, el desarrollo de esta versión del estudio de tarifas se ve influenciado por el cambio de la plataforma tecnológica de servicios ocurrido en agosto de 2022, cambio que impactó en el modelo de distribución denominado unidades equivalentes (UE), pero también en otros componentes del estudio como lo son la determinación de la inversión inicial y la estructura de costos que, desde la fecha de implementación del citado sistema, tuvo que acoger los costos de licenciamiento, mantención y soporte de la nueva infraestructura.

En los apartados siguientes, se desarrolla de forma independiente cada uno de los componentes del estudio de tarifas de DCV, para finalmente integrarlos al modelo general y así poder analizar la estructura tarifaria vigente de la empresa respecto de los resultados de la aplicación del modelo basado en costos, que como es sabido este tipo de modelos no incorpora elementos tales como la disposición a pago y dinámicas de los mercados que atiende cada uno de los servicios de la empresa.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

2. La Empresa y el Sector Industrial

2.1 Descripción de la estructura de la empresa

2.1.1 Antecedentes generales.

El DCV es una sociedad anónima especial constituida de acuerdo con la Ley 18.876 y su reglamento y se rige por las disposiciones de la referida Ley, de su Reglamento Interno y por las instrucciones impartidas por la CMF, entidad encargada de su supervisión.

De acuerdo con su objeto, el DCV está facultado para recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar así las operaciones de transferencia de dichos valores entre los depositantes, de acuerdo con los procedimientos contemplados en la citada Ley. Asimismo, procesa y registra electrónicamente las operaciones de transferencia efectuadas en las bolsas de valores y en el mercado extrabursátil y, adicionalmente, coordina y suministra la información necesaria para la liquidación financiera de las operaciones.

2.1.2 Estructura de Propiedad

La estructura propietaria del DCV se conforma de la siguiente manera:

Accionista	Propiedad
Sociedad Interbancaria de Depósito de Valores S.A.	30%
Inversiones DCV S.A.	30%
Sociedad de Infraestructuras de Mercado S.A.	23%
DCV Vida S.A.	10%
Inversiones Bursátiles S.A.	6%
Otros	1%

En la estructura de propiedad participan los bancos a través de la Sociedad Interbancaria de Depósito de Valores S.A., las Administradores de Fondos de Pensiones a través de Inversiones DCV S.A., las Compañías de Seguros a través de la Sociedad DCV Vida S.A. y de forma directa Inversiones Bursátiles S.A. y la Sociedad de Infraestructuras de Mercado S.A. (ex Bolsa de Santiago).

2.1.3 Marco Legal

El DCV se rige en su operación por las disposiciones de la Ley 18.876 y su reglamento, el Reglamento Interno de la empresa y por las instrucciones impartidas por la Comisión para el Mercado Financiero.

El marco legal del DCV incluye leyes y regulaciones adicionales, el detalle de éstas es el siguiente:

Leyes Adicionales

a. DL 3.500 Título XIII (Fondos de Pensión)
b. Ley 18.045 (Mercado de Seguros)
c. Ley 18.046 (Sociedades Anónimas)

Regulaciones Adicionales

a. Banco Central de Chile
b. Superintendencia de Pensiones

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

2.2 Estructura Organizacional

En la actualidad la Empresa cuenta con una planta (dotación interna) de 218 empleados de los cuales 155 corresponden a DCV y 63 empleados de su sociedad Filial DCV Registros S.A.

La dotación interna en DCV se conforma de un 14% de Ejecutivos, un 66% de profesionales y un 19% de Administrativos (22, 103 y 30 personas, respectivamente). La sociedad Filial DCV Registros se conforma de un 2% de Ejecutivos, un 38% de profesionales y un 60% de Administrativos (1, 24 y 38 personas, respectivamente).

El detalle de las gerencias de la empresa es el siguiente:

1. Gerencia General

2. Subgerencia Legal

3. Gerencia de Riesgo y Cumplimiento
   a. Subgerencia de Riesgo y Continuidad de Negocios
   b. Seguridad de la Información y Riesgo Tecnológico
   c. Cumplimiento

4. Gerencia de Desarrollo de Productos y Negocios
   a. Subgerencia de Productos
   b. Desarrollo de Negocios

5. Gerencia de Operaciones y Procesos
   a. Subgerencia de Operaciones Corporativas y Custodia
   b. Procesos
   c. Conciliación y Reportes
   d. Emisiones y Eventos Corporativos
   e. Operaciones Internacionales

6. Gerencia de Tecnología y Ciberseguridad
   a. Subgerencia de Plataforma Usuarios
   b. Subgerencia de Tecnología
   c. Subgerencia de Control y Calidad de Servicios
   d. Ciberseguridad
   e. Subgerencia de Mantención y Calidad
   f. Subgerencia de Soluciones

7. Gerencia Comercial y Experiencia de Clientes
   a. Subgerencia Comercial
   b. Marketing
   c. Subgerencia de Servicio al Cliente

8. Gerencia de Finanzas y Control de Gestión
   a. Subgerencia de Control de Gestión y Contabilidad
   b. Tesorería
   c. PMO

9. Gerencia de Personas y Cultura
   a. Cultura y Desarrollo Organizacional
   b. Experiencia Colaborador
   c. Administración de Personas

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

d. Seguridad Física

10. Gerencia de Auditoría
    a. Auditoría Informática y Ciberseguridad
    b. Auditoría Operacional

2.3 Gobierno Corporativo

El Directorio de la Empresa está conformado por 10 directores entre los cuales se incluye los roles de presidente y de vicepresidente.

Además del Directorio existen cinco Comités, cada uno de ellos integrados por directores de la Empresa:

1. Comité de Auditoría (4 directores)
2. Comité de Riesgo y Ciberseguridad (4 directores)
3. Comité de TI y Eficiencia Operacional (4 directores)
4. Comité de Clientes y Desarrollo de Negocios (4 directores)
5. Comité de Gestión de Personas (4 directores)
6. Comité Ah-doc (5 directores)

Además del Directorio y sus Comités existe una entidad denominada Comité de Vigilancia, que es una entidad independiente de la empresa y tiene su origen en la Ley N° 18.876. Está conformada por 5 representantes elegidos por los depositantes, en asamblea anual. Este comité puede realizar actividades de auditoría del funcionamiento de la empresa y de llevar adelante las demás tareas que le encarga la citada Ley.

Asimismo, le corresponde al Comité de Vigilancia resolver las diferencias que puedan tener lugar entre la Empresa y los Depositantes o aquellas que ocurran entre estos últimos.

2.4 Filiales y negocios asociados

DCV Registros S.A.

El DCV, a mediados del año 2000, constituyó la sociedad filial DCV Registros S.A. cuyo objeto exclusivo es la administración, gestión, y teneduría de registros de accionistas, de aportantes, de CDV, de valores extranjeros u otros similares y realizar todos los actos relacionados con las actividades señaladas. La participación del DCV en DCV Registros S.A. es de un 99,99996%.

Los servicios específicos que realiza esta sociedad filial se focalizan en actividades tales como el registro de traspasos de acciones, pago de dividendos, la realización de juntas de accionistas, la emisión de informes jurídicos y tributarios, todos ellos asociados y relativos a los quehaceres del registro de accionista de los emisores que administra.

DCV Registros S.A. administra una cartera de más de 900 registros de accionistas y de aportantes los que consideran un universo aproximado de 280 mil accionistas y aporta cerca del 20% de los ingresos consolidados de la Empresa.

DCV Asesorías y Servicios S.A.

El 25 de junio de 2020 inició sus actividades la sociedad filial DCV Asesorías y Servicios S.A. Las actividades de la Sociedad son realizadas en Chile y corresponden a la realización de actividades relacionadas, complementarias o afines a la prestación de los servicios de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

depósito y custodia de valores de oferta pública y a la facilitación de las operaciones de transferencia de valores. Asimismo, la sociedad podrá desarrollar servicios de valorización de activos, de enrutamiento para la inversión y custodia de cuotas de fondos, de custodia de contratos, de repositorios o gestión de instrumentos o documentos de toda clase, tanto físicos como en formato digital o desmaterializado y, de firma electrónica, en cualquiera de sus formas; realizar tareas de custodio en el más amplio sentido, incluido pero no limitado para actuar como agente responsable tributario y administrador; y aquellos que guarden relación con servicios de asesoría legal o técnica en el contexto de operaciones del mercado de valores.

Es así como a través de esta filial, se presta el servicio de custodia de bonos de reconocimiento de afiliados activos (BRAA), el de agente responsable tributario y de asesoría técnica en diferentes ámbitos, todos relativos a aspectos del mercado de valores.

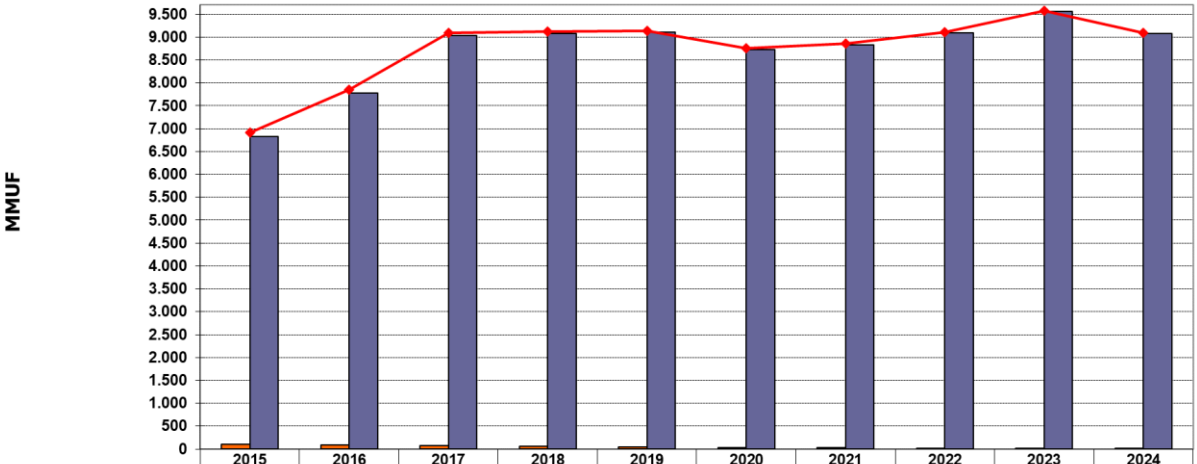
En junio de 2025, la filial DCV Asesorías y Servicios adquirió el 94,88% de la Sociedad Riskamerica SpA, empresa líder en valorización de instrumentos de renta fija local, análisis de riesgo financiero y soluciones tecnológicas que le permitirá al DCV complementar su actual oferta de servicios.

La incorporación de esta filial a DCV Asesorías y Servicios S.A. no tiene implicancia en el desarrollo del presente estudio.

2.5 Evolución del mercado

A continuación, se presenta la evolución histórica de los principales servicios de la empresa:

Evolución de Monto en Depósito Total, Custodia (MMUF)



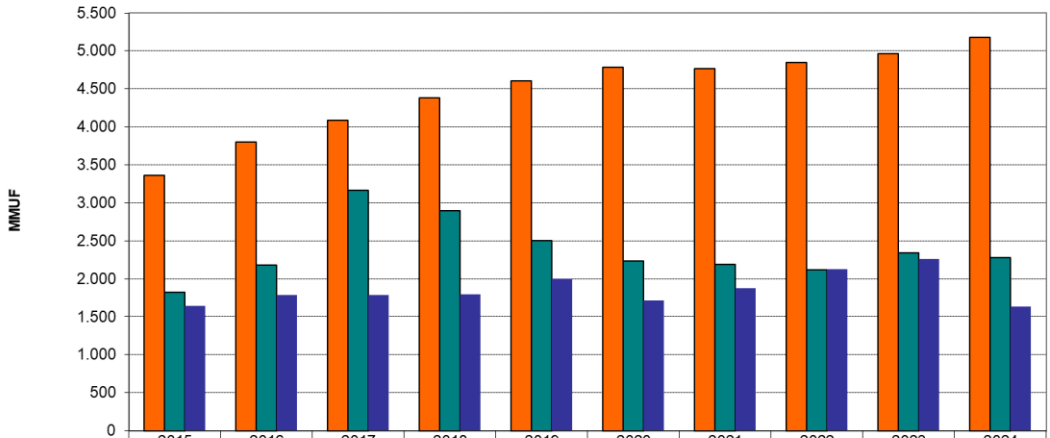
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BRAA	108	86	72	59	48	34	27	21	16	12
Carteras de Inversión	6.825	7.776	9.029	9.073	9.105	8.730	8.831	9.096	9.561	9.084
Total	6.910	7.848	9.088	9.121	9.139	8.757	8.852	9.112	9.574	9.097

La custodia de valores muestra un crecimiento promedio anual de un 3,2% para los últimos diez años. El monto en depósito al cierre del año 2024 es de 9,097 millones de UF, donde 12 millones de UF corresponden al saldo mantenido en Bonos de Reconocimientos de Afiliados Activos y el saldo, es decir 9.084 millones de UF, a las carteras de inversión mantenidas por los depositantes de la empresa. Este monto en depósito ha tenido un crecimiento significativo desde la creación de la empresa, el que

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

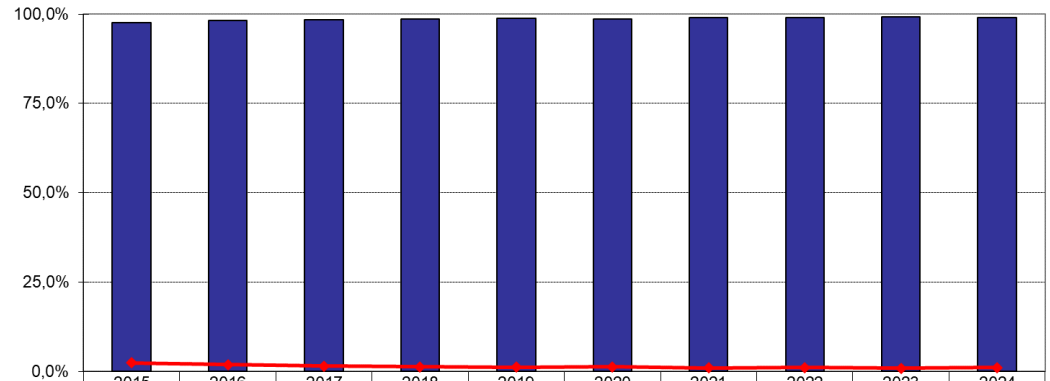
ha sido consistente con la incorporación de los diferentes tipos de instrumentos susceptibles de ser depositados en ella.

Evolución Monto en Depósito
Carteras de Inversión por Tipo de Instrumento (MMUF)



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renta Fija	3.363	3.804	4.082	4.379	4.601	4.781	4.766	4.849	4.963	5.175
Renta Variable	1.820	2.184	3.163	2.900	2.502	2.233	2.187	2.117	2.340	2.278
Intermediación	1.642	1.788	1.784	1.794	2.003	1.716	1.878	2.130	2.258	1.631

Asimismo, uno de los elementos distintivos de la operación de la empresa ha sido el proceso de desmaterialización de los instrumentos financieros, el que fue iniciado en el año 1998. A continuación, se presenta un gráfico que muestra la evolución del monto en depósito y el porcentaje que se encuentra desmaterializado desde el año 2015.



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Desmaterial	97,6%	98,1%	98,5%	98,7%	98,8%	98,7%	99,0%	98,9%	99,1%	99,0%
Material	2,4%	1,9%	1,5%	1,3%	1,2%	1,3%	1,0%	1,1%	0,9%	1,0%

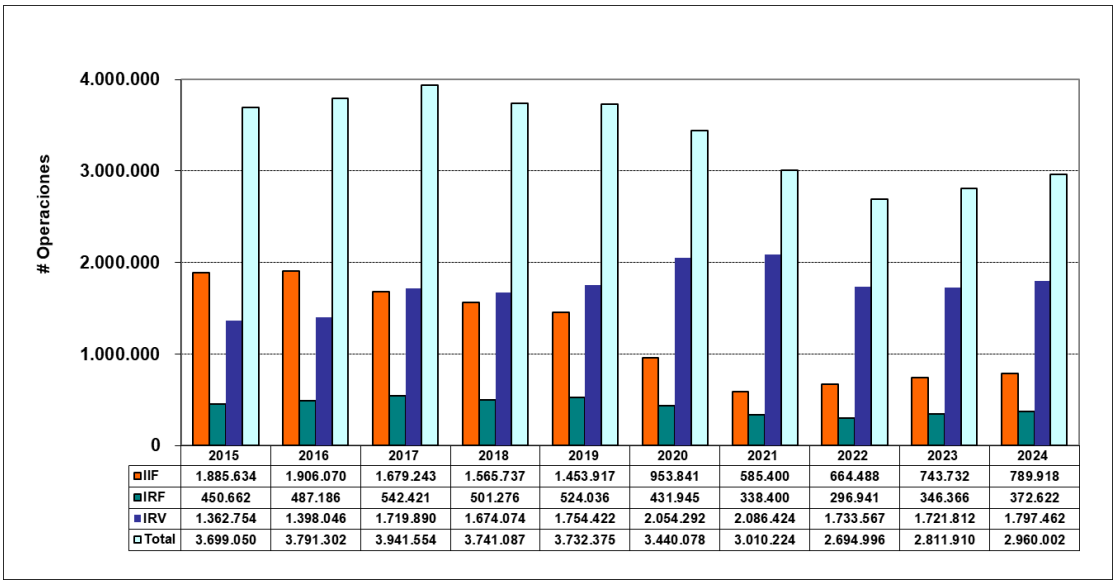
La evolución de la custodia en forma desmaterializada ha crecido un 1,4% durante los últimos diez años. La tendencia que se observa en el gráfico ilustra una clara convergencia hacia una total desmaterialización en el mediano plazo.

El registro de operaciones, que considera el registro de compraventas y de transferencias para todos los tipos de instrumentos mantenidos en depósito, si bien ha presentado crecimiento en algunos años, se puede apreciar que desde el 2013 al 2019 se mantuvo un nivel estable en torno a 3,8 millones de operaciones, sin embargo, a partir de ese año la tendencia ha sido a la baja, llegando a registrarse un total de 2,96 millones de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

operaciones en el año 2024. A continuación, se presenta la evolución de operaciones de compraventa y trasferencias para cada tipo de instrumento:

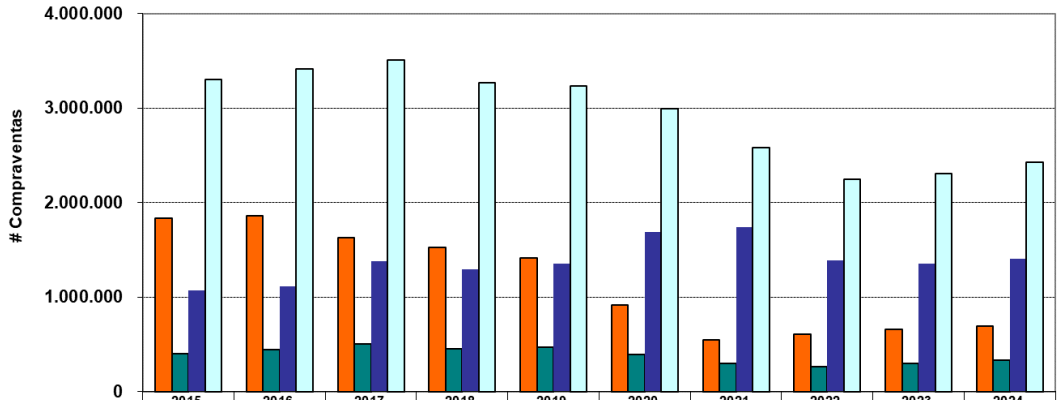
Evolución del Registro de Operaciones
(Compraventas y Transferencias registradas)



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IIF	1.885.634	1.906.070	1.679.243	1.565.737	1.453.917	953.841	585.400	664.488	743.732	789.918
IRF	450.662	487.186	542.421	501.276	524.036	431.945	338.400	296.941	346.366	372.622
IRV	1.362.754	1.398.046	1.719.890	1.674.074	1.754.422	2.054.292	2.086.424	1.733.567	1.721.812	1.797.462
Total	3.699.050	3.791.302	3.941.554	3.741.087	3.732.375	3.440.078	3.010.224	2.694.996	2.811.910	2.960.002

A continuación, se presenta la evolución de las compraventas registradas en los sistemas computacionales del DCV.

Evolución de la Cantidad de Compraventas
N° de Operaciones Registradas



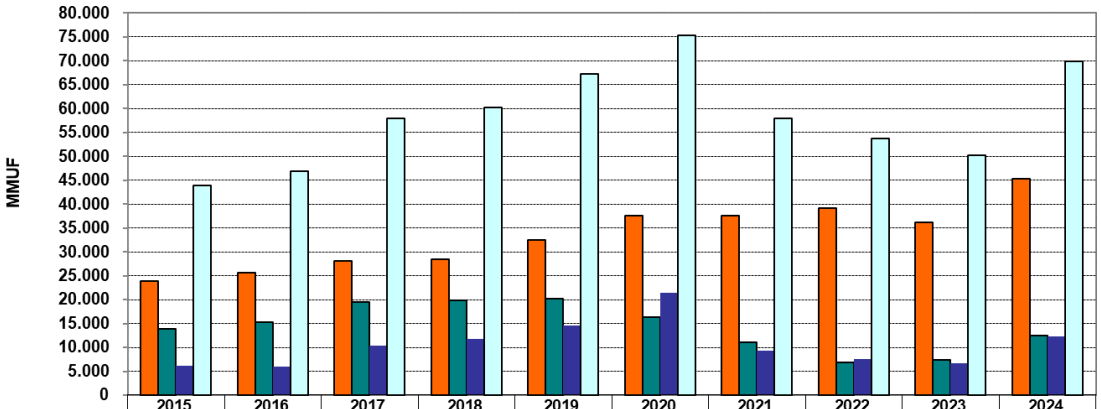
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IIF	1.832.554	1.861.426	1.630.178	1.521.546	1.409.222	915.244	546.316	605.770	659.458	689.374
IRF	401.026	443.386	502.535	453.794	470.862	391.168	298.234	258.166	295.748	327.152
IRV	1.072.502	1.111.384	1.377.678	1.293.034	1.355.716	1.688.548	1.738.750	1.385.698	1.348.648	1.406.662
Total	3.306.082	3.416.196	3.510.391	3.268.374	3.235.800	2.994.960	2.583.300	2.249.634	2.303.854	2.423.188

Tal como se aprecia, las compraventas son una de las principales operaciones que se registran en el DCV. En el año 2024, se registraron más de 689 mil de operaciones con instrumentos de intermediación financiera, por un total de 45.228 MM de UF, más de 327 mil de operaciones con instrumentos de renta fija por 12.417 millones de UF y más de 1,4 millones de operaciones con instrumentos de renta variable por 12.318 millones de UF.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

A continuación, se presenta un gráfico que contiene los montos transados registrados en el DCV, para cada uno de los tipos de instrumentos:

Evolución de Compraventas
Montos Transados (MM UF)

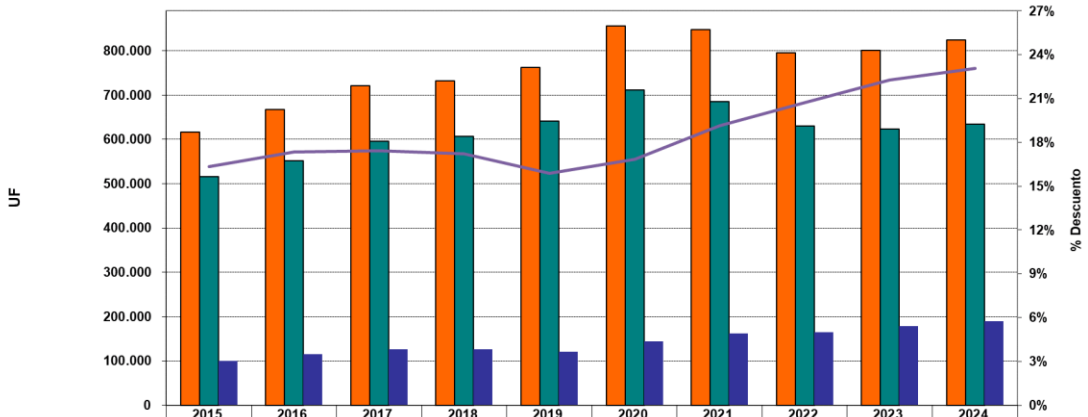


	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IIF	23.802	25.627	28.081	28.478	32.436	37.637	37.490	39.232	36.238	45.228
IRF	13.881	15.317	19.433	19.879	20.228	16.243	11.113	6.908	7.404	12.417
IRV	6.195	5.924	10.386	11.826	14.602	21.508	9.293	7.635	6.602	12.318
Total	43.878	46.868	57.900	60.183	67.267	75.388	57.896	53.775	50.244	69.963

Por otra parte, los ingresos brutos de la empresa han experimentado un crecimiento sostenido, debido básicamente al crecimiento de los montos custodiados para los diferentes tipos de instrumentos.

A partir del año 2004, la Empresa cuenta con una política de descuentos que en promedio los últimos 5 años representa un 20%. A continuación, se presenta un gráfico que muestra la evolución de los ingresos de la empresa desde el año 2015.

Evolución de Ingresos del DCV
(UF de cierre de cada año)



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos Brutos	616.260	667.367	720.976	732.335	763.090	856.019	847.834	795.658	801.591	824.948
Ingresos Netos	515.539	551.619	595.315	606.363	641.936	712.002	685.701	630.896	623.155	634.807
Descuentos	100.721	115.748	125.660	125.972	121.154	144.018	162.133	164.762	178.436	190.141
% Descuento	16%	17%	17%	17%	16%	17%	19%	21%	22%	23%

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

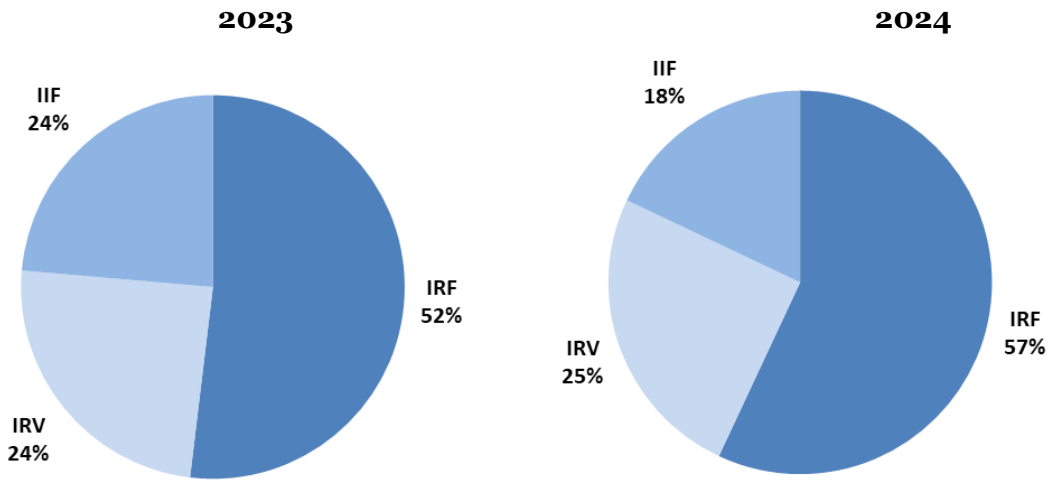
3. Servicios en Evaluación

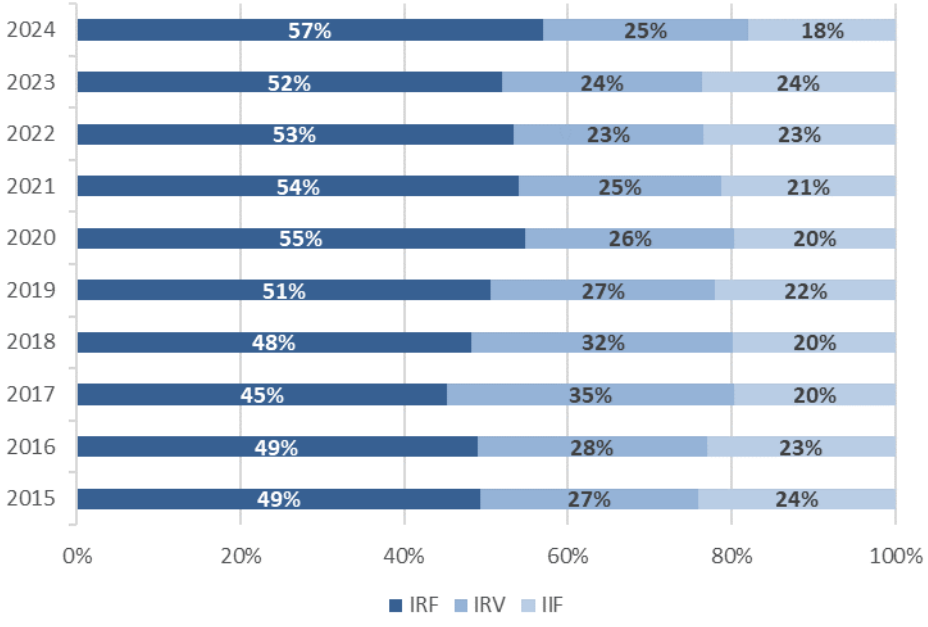
3.1 Descripción de los servicios en Evaluación

Los principales servicios del DCV se clasifican en cuatro grupos: custodia de valores, transferencia y registro de compraventas de valores, depósito desmaterializado y administración de valores.

3.1.1 Custodia de valores

La empresa tiene dentro de su giro, prestar los servicios de custodia de valores. Esto es, la custodia de los instrumentos financieros que forman parte de las carteras de inversión de los depositantes. El DCV presta servicios de custodia para instrumentos de renta fija, de intermediación financiera y de renta variable. Ha sido un objetivo fundamental de la existencia de la empresa prestar servicios de custodia de todos los instrumentos de oferta pública y facilitar la transferencia de los mismos, incorporando dentro de su modelo de negocio el 100% de los diferentes tipos de instrumentos que forman parte del mercado de valores. A continuación, se presenta la composición del monto en depósito, al cierre de los años 2023 y 2024.





Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

3.1.2 Transferencias y Registro de Compraventas

El registro de las transferencias y de las compraventas, opera mediante movimientos de abonos y cargos en cuentas, todo lo anterior mediante mecanismos electrónicos.

El registro de estas operaciones puede ser informado a través de las bolsas de valores, o bien registradas a través de los propios sistemas de la empresa, a estas últimas se les denomina operaciones del mercado extrabursátil, mientras que las primeras se denominan operaciones del mercado-bursátil.

3.1.3 Depósitos desmaterializados

Esto es, las emisiones electrónicas que realizan las diferentes entidades autorizadas para emitir instrumentos de oferta pública. Esta emisión se realiza en forma desmaterializada, es decir, sin la necesidad de imprimir físicamente los títulos. Este servicio se encuentra disponible para todos los instrumentos susceptibles de ser depositados en el DCV y que tienen la posibilidad de ser emitidos como tales.

3.1.4 Administración de Valores

Este servicio dice relación con el ejercicio de los derechos patrimoniales que los instrumentos financieros mantenidos en depósito generan, tales como cobro de intereses, amortizaciones, sorteos, prepagos y cualquier otro de semejante naturaleza, los que son informados por el DCV al respectivo responsable de la emisión o bien al pagador de esta y finalmente son percibidos por el depositante.

Los servicios están agrupados en las cuatro categorías antes detalladas (los que se describen en el Reglamento Interno), si bien son servicios diferentes, son prestados bajo una misma plataforma administrativa y tecnológica. Por su parte, tanto las personas y los activos de la empresa, no se declaran de uso específico, sino más bien son requeridos en su conjunto para la operación de la Empresa. También se constata que el servicio de custodia de valores es fundamental y necesario para que los otros servicios existan, debido a que tanto las operaciones de transferencia, las compraventas y la administración de valores son operaciones que ocurren con los valores mantenidos en custodia.

En términos agregados, se puede mencionar que las cuatro categorías de servicios antes mencionados tienen un modelo operacional similar, y que existen algunas actividades que pueden diferenciar la prestación de ese servicio respecto de los mercados que atiende la empresa.

Si bien los servicios agrupados en la clasificación antes detallada se diferencian en la forma en que son ofrecidos al mercado, cabe destacar que la fuente de generación de todos ellos se encuentra radicada en el servicio de custodia. Así, podemos decir que los servicios del DCV son un todo integral y que su existencia depende del servicio de custodia.

Por otra parte, todos estos servicios generan actividad tanto de la plataforma administrativa como de la plataforma tecnológica de la empresa. Sin embargo, la identificación de los recursos directamente asociados a un servicio en particular no es clara, ya que todos ellos son parte de una infraestructura única e indiferenciada para la prestación de los servicios que la empresa provee al mercado. Con lo anterior y dada la naturaleza de los servicios de la empresa, requieren de un inductor para la asignación de los recursos destinados para su prestación.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

En el Reglamento Interno se presentan en detalle cada uno de los servicios que provee la Empresa.

3.2 Servicios Excluidos del análisis Tarifario

A continuación, se detallan los servicios que presta la empresa y que no son parte del presente estudio tarifario.

3.2.1 Servicios Internacionales

Este servicio dice relación con el registro de operaciones con valores extranjeros y cuyo origen o destino involucra a un Custodio Internacional. Las operaciones que los depositantes pueden realizar son las siguientes:

- Custodia de Valores en el Extranjero
- Registro de compras y ventas de valores libres de pago o contra pago
- Administración de Valores

Los valores extranjeros son mantenidos por el DCV a nombre de los depositantes en cuentas ómnibus o individuales abiertas en los respetivos Custodios Internacionales.

Los valores extranjeros que el DCV mantiene por cuenta de los depositantes ante los respectivos Custodios Internacionales, así como los movimientos y respectivos saldos de posiciones de valores extranjeros se reflejan localmente en las cuentas de posición especiales a ser mantenidas por el depositante. Estas cuentas tienen las mismas características de las cuentas de posición para el depósito de valores nacionales y tienen como particularidad que sólo permiten el registro de movimientos y saldos de valores extranjeros.

Este servicio se ha excluido del presente análisis debido a que tiene carácter competitivo y por tanto la información de costo no puede ser revelada. Asimismo, cabe destacar que todos los costos asociados a este servicio se han deducido de los gastos corrientes, como se explicará más adelante

3.2.2 Registro Centralizado de Contratos Forward

Este servicio permite a los depositantes registrar electrónicamente contratos Forward celebrados al amparo de las Condiciones Generales de Contratos de Derivados y firmados electrónicamente mediante el uso de firma digital avanzada de acuerdo a la Ley 19.799, como asimismo obtener información relativa a los contratos registrados, enviar informes a reguladores y entregar toda otra información que el servicio provea de acuerdo a las condiciones y particularidades que indique el documento denominado en adelante "Manual Operativo Registro Central de Contratos de Forward-DCV", documento que se encuentra a disposición de los depositantes.

Este servicio se excluye del presente análisis, debido a que se trata de un servicio que no forma parte de los servicios de custodia y liquidación de valores, donde el DCV actúa como un proveedor clave para el funcionamiento del mercado de valores. Consistentemente con lo anterior, se han deducido los costos asociados a la operación de este servicio, como asimismo la inversión en las aplicaciones desarrolladas.
Se destaca que a partir de agosto de 2025 se liberó al mercado una nueva plataforma de servicios y este está siendo prestado a través de la filial DCV Asesorías y Servicios.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

3.2.3 Servicios no maduros o de escaso uso

Aquellos servicios que no han alcanzado su madurez en términos de uso o representatividad en cuanto a generación de ingresos y costos y, aquellos servicios que, a pesar de estar disponibles mayor tiempo no son intensos en su uso ya que se trata de servicios totalmente complementarios que no responden, a un modelo de tarificación como lo desarrollado en el presente estudio (como se explica en el punto siguiente), no son considerados en el presente Estudio, así, los principales servicios tarificados en este ámbito son los siguientes:

- Habilitación del sistema en las oficinas del DCV (18.2.3 Reglamento Interno)
- Extensión de jornada (18.2.4 Reglamento Interno)
- Despacho de traspasos de títulos de renta variable (18.2.5 Reglamento Interno)
- Creación y administración de ambientes de pruebas (18.2.7 Reglamento Interno)
- Operaciones de Pactos (18.3.2.4 Reglamento Interno)
- Canje electrónico de posiciones (18.3.6 Reglamento Interno)
- Operaciones de rescate anticipado (18.3.7 Reglamento Interno)
- Operaciones de retiro de Valores (18.3.8 Reglamento Interno)
- Valorización especial de cartera (18.3.10 Reglamento Interno)
- Emisión de certificados de Posición (18.3.11 Reglamento Interno)
- Cobro por operaciones con cuotas de fondos mutuos (18.6 Reglamento Interno)
- Creación de instrumentos a través de mensajería Swift (18.7.3 Reglamento Interno)
- Inscripción de emisiones (18.7.2 - 18.7.4 Reglamento Interno)
- Cobros asociados al servicio de depósito y retiro automático de opciones de suscripción de acciones/cuotas de fondos de inversión (18.8 Reglamento Interno)
- Servicio de delegación de derechos (18.9 Reglamento Interno)

Los servicios antes descritos tienen una representatividad, en términos de ingresos, cercana al 2% del total de los servicios remunerados y analizados en el presente estudio, esto, en su conjunto por lo cual no se considera material para efectos de alcance del presente ya que con los servicios analizados se logra una cobertura del 98% de los ingresos principales (core) de la Empresa.

3.2.4 Nuevos Servicios

La determinación del precio de los nuevos servicios que la Empresa ofrece al mercado también se rige por la Norma de Carácter General N° 224 emitida por la CMF; por esto, en la presente versión del Estudio de Tarifas se incluye esta sección cuyo objetivo es establecer los criterios que determinan que un nuevo servicio sea o no incluido en este Estudio bianual y, por ende, que la determinación de sus tarifas sea o no realizada a través del Modelo de Tarificación descrito en el mismo.

La presente sección se basa en un estudio realizado por académicos de la Universidad Adolfo Ibáñez, estudio en el cual se establecen las directrices para aplicar diferentes modelos de determinación tarifaria de nuevos servicios y su tratamiento posterior, esto de acuerdo con las características de estos.

3.2.4.1 Resumen del Informe: Determinación de Tarifa al agregar un Servicio a la oferta del DCV

La estructura de tarifas del DCV se basa en modelar la estructura de sus costos, considerando costos fijos y variables o directos, y en una proyección de las ventas, todo

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

ello estandarizado en término de Unidades Equivalentes (UE), concepto que es ampliamente descrito en la Sección 7 del presente estudio. Estos antecedentes permiten sustituir en la función de costos anterior el número de UE necesarias para prestar un determinado servicio, y calcular así su costo total. La tarifa que el modelo determina es aquella que permite cubrir los costos totales, de modo que el VAN del servicio sea cero.

El presente estudio busca determinar si la estructura de inversión, costos e ingresos del nuevo servicio es asimilable a la estructura del negocio inherente del DCV, esto de acuerdo con la forma como se modelan estos servicios, ello implica similitud en (a) costos variables o directos, y (b) razón costos fijos a proyección de venta.

La principal característica económica que incide en los costos variables o directos es el grado de automatización de los procesos del servicio. Los servicios inherentes del DCV son prácticamente automatizados en su totalidad; y como es razonable suponer, los servicios manuales tienden a tener costos variables o directos muy superiores a los automatizados. Dentro del costo fijo, uno de los costos relevantes es la depreciación y amortización que corresponde a la inversión inicial, de modo que la razón costos fijos a proyección de venta depende críticamente del monto de inversión necesaria en comparación con la proyección de ingresos.

En caso de que un nuevo servicio sea similar a los servicios inherentes del DCV en ambas dimensiones, el nuevo servicio se valorizará según las unidades equivalentes (UE) utilizando el precio de las UE determinadas en el Estudio tarifario más reciente.

Por otra parte, en caso de que no sea asimilable, la tarifa del nuevo servicio se determinará como aquella tarifa que implique un VAN igual a cero para el nuevo servicio; es decir, el criterio de determinación de la nueva tarifa será el mismo que se usó para calcular el precio de las UE, pero aplicada a la estructura de inversiones, costos e ingresos del proyecto nuevo. Además, la tarifa de los servicios distintos continuará calculándose por separado en procesos tarifarios futuros.

La comparación entre el nuevo servicio y los servicios inherentes del DCV considerará el grado de automatización del servicio, así como la relación entre la inversión requerida por su implementación y nivel de actividad medido en la cantidad de UE proyectadas (volumen operacional esperado); así, esta propuesta se basa en estos dos únicos criterios para decidir cuándo se aplicarán las UE como métrica tarifaria y cuándo no.

Si el nuevo servicio tiene un alto componente manual en su proceso productivo y por tanto no es medible en términos de UE, no es razonable esperar que la tarifa basada en UE resulte adecuada. Se trata esencialmente de un servicio cuya estructura de costos difiere mucho de la estructura de los demás servicios (medidos por las UE), y por lo tanto debe valorizarse en forma distinta.

Por otra parte, un proceso podría ser automatizado, pero requerir una inversión por UE proyectada que no guarda proporción con la inversión promedio de los servicios inherentes del DCV. En este caso, las UE no entregarán una tarifa que compense adecuadamente la inversión requerida, porque los precios de las UE consideran una inversión y reinversión promedio muy diferentes (la de los servicios existentes) a la requerida para la prestación del nuevo servicio.

Al aplicar (erróneamente) las UE para valorizar un proyecto nuevo fundamentalmente distinto, se corre el riesgo de realizar una inversión con VAN negativo (si la demanda proyectada no justifica las inversiones). En consecuencia, también en este caso el proyecto debe valorizarse en forma distinta, porque el mismo criterio de VAN cero arrojará una tarifa que difiere significativamente de los precios por UE.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Nótese que en ambos casos no se trata de que las UE estén mal medidas, más bien lo que ocurre es que el proyecto nuevo difiere en forma importante de la estructura de costos o las inversiones por nivel de actividad de las existentes, y luego el cómputo de las UE no permite una valorización adecuada.

Considerando lo descrito en los párrafos anteriores, a continuación, se describe los Modelos de Tarificación de nuevos servicios:

1. Proyectos con componentes manuales significativos en su proceso de producción

Las UE consideran actividades casi 100% automatizadas. Por consiguiente, cuando un nuevo servicio contenga actividades manuales significativas, se propone calcular sus costos como la suma de:

a) El número de UE de las actividades automatizadas que contiene, multiplicadas por el precio de las UE fijado en la último Estudio Tarifario, y
b) El costo de las actividades manuales y/o operacionales.

Además, se entenderá que un proyecto tiene actividades manuales significativas cuando representan al menos el 50% del costo total del nuevo servicio.

2. Inversión como proporción del nivel de actividad

En el presente Estudio Tarifario, el DCV estimó la inversión inicial requerida en UF 554.292 (sin requerimiento IOSCO) y proyectó un nivel de actividad al 2024 de 301.901.791 UE. Considerando los valores de UE (sin descuento) del presente estudio, corresponde a una venta proyectada en 2023 de UF 636.935.

En consecuencia, la inversión corresponde a un 87% (554.292 /636.935) de la venta proyectada al 2024. Este porcentaje no considera la reserva IOSCO (detallado en la sección 5.2.1.1.5), porque estimamos que los nuevos proyectos no afectan de forma material el gasto corriente, y en consecuencia no darán lugar a un aumento significativo en la reserva IOSCO. Si a futuro surgiera un nuevo servicio que sí afectara materialmente el gasto corriente, correspondería analizar este indicador como proporción de la inversión total (incluyendo la reserva IOSCO).

La definición es que, cuando un nuevo servicio tenga una relación de inversión a actividad proyectada (medida en UF y utilizando UE) significativamente distinta a 0,87, entonces debe ser evaluado en particular, aun cuando corresponda a actividades automatizadas. Además, se entenderá que una diferencia es significativa si la proporción anterior difiere en más de 0,40 de las ventas. Es decir, si la relación entre inversión y ventas es menor que 0,11 o mayor que 1,17. Este umbral implica un rango de tolerancia de 50% de la razón implícita en el cómputo de las UE.

Para asegurar que el DCV cubra los costos de generar un nuevo servicio no asimilable a las UE, se debería determinar la tarifa para este servicio considerando que el VAN de este servicio adicional sea cero:

$$NIo = \sum_{i=1}^{n} \frac{(Tarifa_{transitoria} * QNS\ nuevo_i - Costo\ nuevo_i)(1-T) - T \cdot Depnuevo_i}{(1+wacc)^i}$$

Donde:
n = corresponde al horizonte de tiempo a considerar;
$Tarifa\ transitoria$ = corresponde a la tarifa para el nuevo servicio
$QNSnuevo_i$ es la cantidad proyectada para el nuevo servicio en el año i

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

$Costo\ nuevo$ = corresponde a los Costos desembolso, no se ha rebajado la depreciación.
NIo = corresponde a la Inversión inicial;
$Depnuevo_i$ = es la depreciación tributaria del período i de la inversión asociada al nuevo servicio
T = es la tasa de impuesto de largo plazo y
$WACC$ = corresponde a la tasa de costo de capital promedio ponderado.

3.3 Descripción de Subcategorías de Servicios

Dentro de la descripción de servicios realizada en el punto anterior, se han distinguido subcategorías de servicios y que dicen relación a:

3.3.1 Por Mercado de los Instrumentos

Algunos servicios de la Empresa y sus tarifas se han definido tomando en consideración el mercado en que participan los diferentes tipos de instrumentos financieros, es decir si los valores afectos al servicio son Instrumentos de Intermediación Financiera (IIF), Instrumentos de Renta Variable (IRV) e Instrumentos de Renta Fija (IRF). El servicio de custodia y registro de operaciones de transferencias y registro de compraventas han tomado mayoritariamente esta denominación.
Cabe destacar que se ha realizado esta definición, ya que la demanda que enfrentan los tipos de mercados mencionados con anterioridad es diferente debido a que las características en cuanto a plazo, margen y tipo de negocios en estos tres mercados. Así entonces, la actual estructura tarifaria incorpora estas diferencias y por tanto el tipo de demanda que enfrenta cada uno de estos mercados.

3.3.2 Por Tipos de Instrumento

Otros servicios se han definido en función al tipo de instrumento de que se trate. Es así como el servicio de desmaterialización de instrumentos financieros se ha definido tomando en consideración las características de instrumentos específicos, como son las Letras de Crédito Hipotecario, Bonos Corporativos, papeles del Banco Central de Chile, entre otros.
Al igual que en el caso analizado en el punto 3.3.1. esta diferenciación dice relación con el tipo de mercado que enfrenta cada uno de los tipos de instrumentos y las propias condiciones de ese mercado.

3.3.3 Por Mercado de origen de la operación

Otros servicios, han sido segmentados en función del mercado en que ocurren las operaciones, es decir si son originadas en el mercado bursátil o en el mercado extrabursátil.

Todas estas subcategorías han sido definidas en los servicios con el fin de incorporar criterios de mercado, necesidades propias de los participantes de las diferentes industrias del mercado de valores y los plazos asociados a los diferentes instrumentos financieros que participan en los negocios que realizan los clientes de la empresa. Así, podemos decir que las actuales tarifas incorporan la sensibilidad que tiene el precio a la demanda de un determinado servicio.

3.4 Funcionamiento de los servicios

De acuerdo con lo estipulado en la Ley 18.876 y en el Reglamento de dicha Ley, el DCV debe contar con un Reglamento Interno previamente autorizado por la CMF, donde se incluye detalladamente el funcionamiento de los servicios. En dicho reglamento se incluye una descripción detallada de la forma de operar de cada uno de los servicios de la empresa.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

3.5 Mercado al cual están orientados los servicios

Los depositantes del DCV (definidos en el artículo N°2 de la Ley 18.876) se pueden dividir según las industrias a las cuales cada uno de ellos pertenecen.

Actualmente, el DCV cuenta con un total de 175 depositantes, los que se clasifican de acuerdo con las siguientes industrias:

Industria	Cantidad
Compañía Seguros Generales	36
Administradora General De Fondos	34
Compañías Seguros De Vida	27
Corredores De Bolsa	26
Sociedad anónima	21
Instituciones Bancarias	18
Administradoras De Fondos De Pensiones	7
Bolsas De Valores	3
Empresas Publicas	2
Bolsas de Productos	1

Los servicios que el DCV presta a sus clientes son utilizados, en general, por todas las industrias participantes, pero en proporciones distintas. La participación de las industrias en los ingresos del DCV para el año 2024, fue la siguiente:

Industria	%
Instituciones Bancarias	25,97%
Corredores De Bolsa	20,21%
Administradoras De Fondos De Pensiones	18,14%
Administradora General De Fondos	17,62%
Compañias Seguros De Vida	7,78%
Sociedad anonima	5,02%
Compañia Seguros Generales	2,92%
Empresas Publicas	1,68%
Bolsas De Valores	0,63%
Bolsa De Productos	0,03%

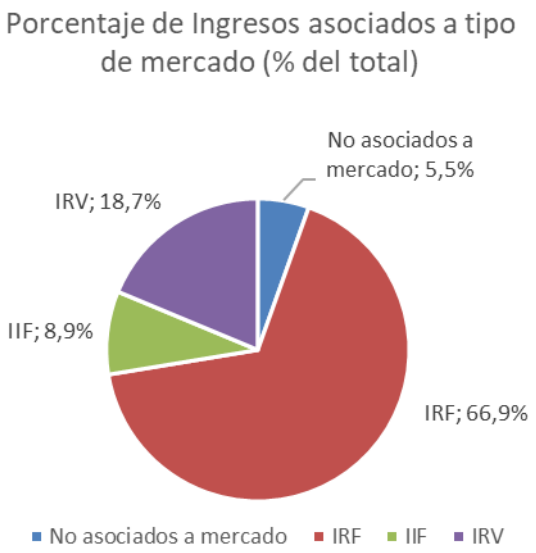
A continuación, se presenta la participación de cada industria en los ingresos de cada una de las familias de servicios, todo lo anterior para el año 2024.

	Custodia de valores	Registro de operaciones	Administración de valores	Depósito desmaterializado
Administradoras de fondos de pensiones	29,2%	6,7%	15,1%	0,0%
Instituciones Bancarias	22,5%	16,1%	10,9%	84,2%
Administradora General De Fondos	19,0%	11,8%	38,0%	0,0%
Compañias Seguros De Vida	10,1%	1,9%	9,0%	0,0%
Corredores de Bolsa	9,0%	59,6%	16,6%	3,7%
Compañia Seguros Generales	2,9%	1,1%	4,4%	0,0%
Sociedad anonima	6,5%	2,1%	5,7%	0,1%
Empresas Publicas	0,7%	0,7%	0,3%	12,0%
Bolsas De Valores	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Bolsa De Productos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tal como se aprecia, las diferentes industrias utilizan con diferente intensidad cada uno de los servicios que el DCV provee.

Por otra parte, realizando un análisis por tarifa, vemos que los ingresos generados por tipo de mercado son los que a continuación se indican.



Como se aprecia, las tarifas asociadas a tipo de mercado (IRF, IIF o IRV) son el 94,5% de los ingresos de la empresa y aquellas que no dicen relación con un mercado en específico es un 5,5% de los ingresos (esto es sin considerar los ingresos asociados a tarifas fijas tales como la cuota mensual).
Las tarifas asociadas a Renta Fija es el más significativo, representando un 66,9% de los ingresos totales y el menos significativos es el mercado asociado a intermediación financiera, el que representa el 8,9%

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

4. Proyección de Demanda

4.1 Estimaciones de demanda

La proyección de demanda de los volúmenes operacionales relevantes para el DCV considerada en el desarrollo del presente estudio ha sido realizada por consultores de Econsult Capital, así, la estimación futura de la demanda consideró la proyección de volúmenes operacionales de la custodia de valores para cada una de sus clasificaciones; esto es, instrumentos de renta fija, de intermediación financiera y de renta variable; de las compraventas, tanto para el mercado bursátil como extrabursátil y de las emisiones desmaterializadas, esto para las emisiones de bonos, depósitos a plazo fijo, papeles emitidos por el banco central y letras Estas proyecciones agrupan la demanda relacionada con más del 90% de los ingresos de la empresa.

Esta estimación de demanda se ha realizado para 5 años, considerando la dificultad en cuanto a la proyección del mercado de valores, se ha optado metodológicamente en utilizar una tasa de crecimiento de perpetuidad, donde se reconoce la proyección a más largo plazo, pero sobre la base de un escenario más razonable de proyección. En el capítulo asociado a la tasa de perpetuidad se analiza con mayor profundidad este aspecto.

Por su parte, el DCV realizó la proyección de los volúmenes del registro de transferencias, de las gestiones de cobro o administración de valores y de otros servicios de menor relevancia en términos de actividad.

4.2 Resumen del Estudio – Econsult Capital

El presente Informe ha sido elaborado por Econsult Capital ("Econsult"), por petición del Depósito Central de Valores ("DCV"). El objetivo del Estudio es efectuar una proyección de los montos y/o volúmenes relativos a los servicios que presta el DCV para los años 2025 a 2029, con el fin de ser utilizado en su estudio de análisis tarifario. Las proyecciones de los volúmenes se realizan para diversos instrumentos de cada mercado. Los servicios proyectados se muestran en la siguiente tabla:

Mercado	**Instrumentos**	**Servicios solicitados a proyectar**
Renta Fija (IRF)	- Bonos Banco Central - Bonos Corporativos - Letras Hipotecarias - Bonos MINVU - Bonos de Reconocimiento - Bonos Tesorería	- Custodias (MM UF a valor par) - Transacciones (N° transacciones) - Desmaterializaciones (MM UF)
Intermediación Financiera (IIF)	- Banco Central (PDBC) - Depósitos bancarios y efectos de comercio	- Custodias (MM UF a valor par) - Transacciones (N° transacciones) - Desmaterializaciones (monto para PDBC y efectos de comercio, N° desmaterializaciones para depósitos)
Renta Variable (IRV)	- Acciones locales - Cuotas de fondos mutuos - Cuotas de fondos de inversión	- Custodias (MM UF a valor de mercado) - Transacciones (monto transado para acciones en mercado bursátil, # de transacciones para mercado extrabursátil)

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

4.2.1 Metodologías de proyección

4.2.1.1 Custodias

El cambio en el stock de IRF e IIF es igual al flujo de emisiones netas (nuevas emisiones netas de amortizaciones). Para los instrumentos actualmente en custodia, los vencimientos son conocidos, no obstante, las nuevas emisiones y sus vencimientos deben ser proyectados. Para IRV, en tanto, el cambio en el stock de custodias es, por construcción, igual al flujo de nuevas emisiones y a los ajustes de capital por valorización o retiros del capital.

Instrumentos de Renta Fija (IRF)

Bonos Corporativos
Las nuevas emisiones de bonos corporativos se proyectan en base a las necesidades de financiamiento del sector privado, las cuales dependen de la disponibilidad de recursos existente en la economía. Esto último se aproxima mediante el ahorro privado nacional, el cual corresponde a la cantidad de recursos que disponen los agentes privados para invertir en diversos instrumentos.

La proyección de ahorro privado nacional se obtiene a partir de la diferencia entre las proyecciones realizadas por el FMI en su último reporte disponible del *World Economic Outlook* (WEO) para la tasa de ahorro nacional y la proyección de ahorro público realizada por la Dirección de Presupuestos (Dipres) en su último Informe de Finanzas Públicas. De esta manera, la emisión de bonos corporativos se proyecta como una proporción del ahorro privado nacional proyectado.

Con respecto a los vencimientos de los bonos actualmente vigentes se utiliza la información disponible en las tablas de desarrollo del DCV. Para las nuevas emisiones proyectadas se asume un perfil de vencimiento idéntico al presentado por los instrumentos vigentes en la cartera de mayo 2025 al momento de ser emitidos (con fecha de emisión posterior a 2015).

Bonos de Tesorería
Los bonos de Tesorería agrupan los instrumentos denominados en pesos (BTP) y en UF (BTU). En ambos casos, el primer año del periodo a proyectar (2025 en este caso) se basa en el calendario de emisiones reportado por la Tesorería General de la República. Para los años siguientes, se proyectan las nuevas emisiones de Bonos de Tesorería acorde a las necesidades de financiamiento del fisco en cada año, la cual es definida como la suma del déficit fiscal efectivo y los vencimientos esperados de los bonos de Tesorería actualmente vigentes (BTP y BTU). La proyección del déficit fiscal efectivo corresponde a la diferencia entre los ingresos y gastos comprometidos proyectados por el Gobierno, en línea con lo estimado por la Dipres en su Informe de Finanzas Públicas. En tanto, el perfil de vencimientos de los bonos actualmente vigentes corresponde a lo reportado en las tablas de desarrollo del DCV.
Una vez obtenida la proyección de nuevas emisiones de bonos de Tesorería se calcula cuánto de ello corresponde a BTP y BTU (αBTP y αBTU, respectivamente). Para 2025 se utiliza como supuesto que la proporción será el promedio entre la proporción observada en el Resumen de Colocaciones de Tesorería de los últimos cinco años. Por último, se utiliza la proyección de inflación de Econsult para convertir la moneda de denominación desde pesos a UF.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Bonos Banco Central
Los bonos del Banco Central agrupan los instrumentos denominados en pesos (BCP) y en UF (BCU). En ambos casos, no se esperan nuevas emisiones hacia los próximos años debido a que la política monetaria del Banco Central buscaría aumentar el espacio disponible en el mercado de renta fija para los bonos de Tesorería. En tanto, la información respecto de los vencimientos de los BCP y BCU existentes se obtiene de las tablas de desarrollo del DCV. Por último, cabe señalar que los resultados del presente Informe son reportados en UF, por lo que las proyecciones de BCP (denominados en pesos) son convertidas a dicha moneda utilizando como referencia la inflación esperada por Econsult para el periodo de proyección.

Bonos de Reconocimiento (BR)
La proyección de los BR, al ser instrumentos que ya no se emiten, depende solamente de su perfil de vencimientos, de acuerdo con la información reportada en las tablas de desarrollo del DCV.

Bonos del Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU)
Para la proyección de las emisiones de los bonos MINVU, se mantiene la emisión promedio trimestral de los últimos 24 meses. En tanto, los vencimientos de estos instrumentos se obtienen a partir de los datos de custodias y tablas de desarrollo del DCV, mientras que para las nuevas emisiones proyectadas se asume un perfil de vencimiento idéntico al presentado por los instrumentos vigentes en la cartera de mayo 2025 al momento de ser emitidos (con fecha de emisión posterior a 2015).

Documentos de Pago (DDP) emitidos por el FET – Ley 21.472
Luego del congelamiento de tarifas eléctricas en 2019 para clientes regulados, se produjo un diferencial acumulado entre las tarifas vigentes y el costo real de generación de energía. Luego de otras medidas que se implementaron para cubrir la deuda a las generadoras de energía en los primeros años, la Ley 21.472 (julio 2022) establece la creación de un Fondo de Estabilización de Tarifas (FET), encargado de emitir instrumentos de pago a las generadoras eléctricas para reconocer la deuda acumulada. Estos instrumentos de pago se denominan "Documentos de Pago (DDP) emitidos por el FET", y desde agosto de 2023, fueron incluidos como nuevo valor a ser custodiado por el DCV. La proyección asume que son instrumentos que no se emitirán, y, por ende, depende solamente de su perfil de vencimientos, de acuerdo con la información reportada en las tablas de desarrollo del DCV.

Instrumentos de Intermediación Financiera (IIF)

Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC)
Debido a que el Banco Central realiza ajustes en la tasa de política monetaria (TPM) mediante la emisión de instrumentos financieros, para la proyección de custodias de PDBC se estima la relación entre las custodias de instrumentos del Banco Central (BCP, BCU y PDBC) y la TPM. Para ello, primero, se estimó la relación entre ambas variables desde julio 2025 a mayo de 2025 y luego se aplicó esta relación sobre la proyección de Econsult para la TPM a diciembre de 2029, obteniendo el nivel de custodias conjuntas de papeles del Banco Central. Por último, se proyectan las custodias de PDBC como la resta entre las custodias totales de papeles del Banco Central menos las custodias de bonos del mismo ente.

Instrumentos de Intermediación Financiera Corporativos
La proyección de custodias de IIF corporativos se realiza de forma indirecta por medio de la estimación de una demanda total por instrumentos de liquidez. De esta forma, al contar con una proyección para los IIF totales y la proyección realizada para los PDBC (descrita en el punto anterior), se puede estimar la demanda por IIF corporativos de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

manera implícita. Para la demanda por IIF totales se estima una regresión con los datos disponibles desde 2012 en función del Imacec del período, sus rezagos y las custodias totales del periodo anterior. El primer elemento, busca captar la relación que presenta la intermediación financiera con el nivel de actividad de la economía, mientras que el segundo, busca capturar el componente inercial característico de las series de tiempo.

Instrumentos de Renta Variable (IRV)

Acciones

Para la proyección de custodias de acciones se asume que existe una relación de cointegración entre éstas y el tamaño de la economía, representado por el Indicador Mensual de Actividad Económica (Imacec). En otras palabras, la custodia de acciones del DCV -medidas en UF- presenta una relación constante en el largo plazo con el tamaño de la economía. De esta manera, con los datos disponibles de custodias efectivas desde diciembre de 2001, se estima un modelo VAR o de vector autorregresivo con 12 rezagos o VAR(12). Este modelo permite analizar cómo dos o más variables se relacionan a lo largo del tiempo y cómo se influyen mutuamente y evolucionan juntas, es decir, el crecimiento de las custodias de acciones depende de sus propios valores pasados y del crecimiento del Imacec en meses previos.

Fondos de Inversión

La proyección de los fondos de inversión custodiados por el DCV se realiza a partir de la relación existente entre el tamaño del mercado de fondos de inversión en proporción del PIB y el nivel de desarrollo de la economía, medido por el PIB per cápita del país. De esta forma, en primer lugar, se obtiene el valor del patrimonio total de los fondos de inversión de acuerdo con los datos reportados por la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI). Luego, a partir de los datos reportados por la *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), se obtiene la participación de los fondos de inversión respecto del PIB para diversas economías europeas. Por último, se estima la relación empírica existente entre la participación de los fondos de inversión en la economía y el PIB per cápita (como proxy de nivel de desarrollo) comparando Chile con aquellas economías europeas que presenten niveles de participación menores a 50% del PIB.

Fondos Mutuos

De forma análoga a los fondos de inversión, la proyección de los fondos mutuos custodiados por el DCV se realiza a partir de la relación empírica existente entre el tamaño del mercado de fondos totales en proporción del PIB y el nivel de desarrollo de la economía, medido por el PIB per cápita del país. En base a información del Banco Mundial, se construye dicha relación para una muestra amplia de países con un porcentaje de fondos totales sobre PIB menor al 50%. Mediante la relación estimada, y en base a la proyección para Chile de PIB per cápita realizada por el FMI, se estima que la participación de los fondos mutuos en el PIB nacional alcanzaría un 28,5% hacia 2029 desde el 26,3% estimado en marzo de 2025. Adicionalmente, según los datos reportados por la Asociación Administradora de Fondos Mutuos (AAFM), se observa que las custodias del DCV, a marzo de 2025, representaban el 12,3% del patrimonio total de los fondos mutuos nacionales. Por esto se proyecta que la relación entre las custodias del DCV y el total nacional se mantendrá entorno al 12,3% hacia el final del periodo de proyección, proporción equivalente al promedio de los últimos tres trimestres.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

4.2.1.2 Metodología Transacciones/Compraventas

Las transacciones corresponden a una variable de flujo, por lo que su proyección se realiza de forma directa, sin necesidad de ser diferenciadas como en el caso de las custodias.

Instrumentos de Renta Fija (IRF)

Para las transacciones de IRF, con los datos disponibles desde 2012 se estima una regresión en función de la tasa de interés de los BCP a cinco años plazo (BCP5), el valor previo de las transacciones de IRF (componente inercial), factores de estacionalidad mensual y aislando por los efectos de la pandemia del COVID-19. Así, las proyecciones de transacciones de IRF se calculan en base a regresiones, utilizando las proyecciones de Econsult para las tasas de interés de los BCP5.

Instrumentos de Intermediación Financiera (IIF)

Para las transacciones de IIF, con los datos disponibles desde 2012 se estima una regresión en función de la tasa de política monetaria (TPM), el valor previo de las transacciones de IIF (componente inercial), el nivel de custodias de depósitos a plazo corporativos y un control por la pandemia de COVID-19. De esta manera, las proyecciones de transacciones de IIF se calculan en base regresiones, utilizando las proyecciones de Econsult para la TPM y las proyecciones de custodias de IIF corporativas descritas previamente en este Informe.

Instrumentos de Renta Variable (IRV)

Mercado Bursátil (MB)

Las transacciones de IRV del mercado bursátil (MB) son proyectadas con los datos disponibles desde 2012, a partir de una regresión cuyas variables explicativas son las custodias efectivas de acciones y el valor previo de dos períodos de las transacciones de IRV MB (componente inercial), junto con factores estacionales y controlando por los efectos de la pandemia de COVID-19. Así, la proyección de IRV MB se realiza en función de las custodias de acciones efectivas proyectadas de acuerdo con lo descrito previamente en el presente Informe.

Mercado Extra Bursátil (ME)

Las transacciones de IRV del mercado extrabursátil (MEB) son proyectadas con los datos disponibles desde 2012, a partir de una regresión cuyas variables explicativas son el valor previo de las transacciones de IRV MEB (componente inercial), el valor de las transacciones de IRV MB, y factores estacionales y el control por la pandemia de COVID-19. De esta manera, las proyecciones de transacciones de IRV MEB se calculan en base a regresiones, utilizando las proyecciones realizadas para las transacciones de IRV MB.

4.2.1.3 Metodología Desmaterializaciones

Las desmaterializaciones corresponden a una variable de flujo por lo que, en línea con lo señalado para las transacciones, se proyectan de forma directa, y se vinculan con las nuevas emisiones.

Instrumentos de Renta Fija (IRF)

Banco Central (BC)

La proyección se realiza en base a las emisiones proyectadas y a la relación entre emisiones y desmaterializaciones de los instrumentos del Banco Central. Dicha relación es proyectada a partir de una convergencia lineal desde el último dato efectivo en mayo de 2025 al promedio de la relación desde 2019 a 2025.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Bonos
La proyección de desmaterializaciones mensuales de bonos para cada mes se realiza en base a la proyección de las emisiones y a la diferencia mensual entre desmaterializaciones y emisiones. Las emisiones consideran tanto bonos corporativos como bonos de la Tesorería General (BTP y BTU). Se utiliza el promedio de la diferencia mensual entre desmaterializaciones y emisiones de los últimos 24 meses que excluye valores atípicos.

Instrumentos de Intermediación Financiera (IIF)

Depósitos a Plazo (DAP)
La proyección se realiza en base a la relación entre custodias y desmaterializaciones de depósitos a plazo. Dicha relación es proyectada a partir de una convergencia lineal desde el último dato efectivo en mayo de 2025, hasta el promedio histórico observado desde 2020, que se alcanza en enero de 2029 y se mantiene fijo para este último año de proyección.

La metodología utilizada se diseñó para privilegiar la simplicidad en la formulación de los modelos, permitiendo con esto transparentar sus proyecciones y realizar estimaciones conservadoras y objetivas para los supuestos relevantes del mismo.

De manera previa a realizar las proyecciones para el periodo 2025-2029, se comparó la proyección realizada anteriormente para los años 2023 a 2027 con los datos efectivos. Este ejercicio fue realizado con la finalidad de determinar si es que correspondía realizar ajustes a algunos de los modelos de proyección.

La proyección realizada tiene dos componentes: (i) el modelo utilizado para predecir, y (ii) los parámetros utilizados (proyección de TPM, PIB, déficit fiscal, entre otros). Por tanto, es relevante determinar si el error de predicción ocurrió por un error en el modelo o en los parámetros, para determinar los elementos que deben ser ajustados para la nueva proyección.

4.2.2 Resultado proyecciones periodo 2025-2029

Las cantidades proyectadas implican un cambio en el *mix* de custodias del DCV. En primer lugar, las custodias de IRF crecerían a una tasa menor a la observada en el quinquenio inmediatamente anterior. En concreto, las custodias IRF crecerían a una tasa promedio anual de 2,2% real frente al 2,6% de los años previos. Por otro lado, las custodias de IIF e IRV crecerían a una superior a la del último quinquenio; en particular, las custodias de IIF crecerían a una tasa anual de 2,7% y las custodias de IRV crecerían a una tasa anual de 3,5%. A continuación, en la Tabla 1 se muestran los resultados de las proyecciones de la custodia:

Tabla 1: Estimación de Custodias al cierre de los años comprendidos en el período de estimación

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

	Mercado IRF [MMUF]	Mercado IIF [MMUF]	Mercado IRV [MMUF]
Dic-2025	5.293	1.919	2.455
Dic-2026	5.456	2.012	2.545
Dic-2027	5.570	2.039	2.633
Dic-2028	5.620	2.061	2.722
Dic-2029	5.663	2.081	2.803

LAS CIFRAS PRESENTADAS EN EL MERCADO IRV ES MONEDA UF

En el caso de las transacciones (compraventas), se observa que en la mayoría de los mercados ocurriría una recuperación en las transacciones respecto a 2024. En particular, las transacciones del mercado IRF crecerían a una tasa de 3,6% promedio real anual entre 2024 y 2029, al tiempo que las del mercado de IIF, las del mercado IRV extrabursátil e IRV extrabursátil tendrían expansiones anuales promedio de 14,9%, 3,6% y 4,2%, respectivamente.
A continuación, en la Tabla 2 se muestran los resultados de las proyecciones de las transacciones:

Tabla 2: Estimación de Transacciones al cierre de los años comprendidos en el periodo de estimación.

	IRF Número de Transacciones/Mes	IIF Número de Transacciones/Mes	IRV MB Monto Transado [MM UF/Mes]	IRV ME Número de Transacciones/Mes
Dic-2025	24.691	53.458	71,3	73.828
Dic-2026	27.189	73.546	68,2	74.026
Dic-2027	27.876	93.245	67,6	74.456
Dic-2028	27.929	104.064	67,7	75.443
Dic-2029	27.654	109.260	67,4	75.831

Por último, los montos desmaterializados para los papeles del Banco Central irían cayendo en el tiempo. Así, la desmaterialización de los instrumentos del Banco Central se contraería a un ritmo real promedio anual de 13%. Por su parte, las desmaterializaciones de Bonos Corporativos aumentarían a una tasa de 2,5%, mientras que las de Depósitos a Plazo una caída anual de 5,7%. A continuación, en la Tabla 3 se muestran los resultados de las proyecciones de las transacciones:

Tabla 3: Estimación de registro de emisiones desmaterializadas al cierre de los años comprendidos en el periodo de estimación.

	Dep.Desmat. BCCH Prom/mes [MMUF]	Dep.Desmat. Bonos Prom/mes [MMUF]	Dep.Desmat. DPF [N° Láminas/Mes]
Dic-2025	1.323	91,1	11.147
Dic-2026	1.011	77,2	11.453
Dic-2027	846	83,0	10.235
Dic-2028	760	86,1	8.990
Dic-2029	690	83,9	8.488

Cabe mencionar que los resultados están basados en modelos objetivos, establecidos por una metodología específica para cada tipo de instrumento del mercado. Además,

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

privilegian la información más reciente, de modo de enfatizar las tendencias observadas en el corto y mediano plazo.

4.3 Actualización de los modelos de estimación

Resultados del *backtesting*
En cuanto a las Custodias, en el mercado de instrumentos de renta fija el error medio de proyección fue 1% entre septiembre de 2023 y mayo de 2025. La mayor contribución al error ocurrió en los Bonos Corporativos y BTP; donde las custodias de Bonos Corporativos fueron un 7% mayor a las proyectadas y las de BTP un 14% menor a las proyectadas. En el caso de los instrumentos de intermediación financiera, el error medio de proyección fue 10% entre septiembre 2023 y mayo 2025. La mayor contribución al error proviene de las custodias de los IIF de Gobierno que fueron menores a las proyectadas, ante a una reducción del estímulo monetario del Banco Central mayor a la esperada. En el caso de los instrumentos de renta variable, el error medio de proyección fue -3% entre septiembre de 2023 y mayo de 2025.

En lo referido a las proyecciones de Transacciones/Compraventas, los errores de proyección fueron más significativos para el caso de transacciones de IRV de mercado extrabursátil (ME), en segundo lugar, las desviaciones se explicaron por las transacciones de IRF e IIF. Las transacciones de IRV ME se estimaron en función al promedio histórico mensual. Este promedio se mantuvo más alto de lo efectivo en los años proyectados, por lo que la proyección se mantuvo sobre la trayectoria efectiva de la serie. Para el caso de las transacciones de IRF, la diferencia se explica por una proyección menor a la efectiva en la tasa de interés de los BCP5, la cual tiene efectos negativos en la proyección de transacciones IRF. Por lo tanto, las proyecciones fueron mayores a las transacciones efectivas. Para las transacciones de IIF, estas se basan en las custodias de depósitos a plazo y en la tasa de política monetaria (TPM), las cuales fueron proyectadas bajo lo efectivo, y, por ende, transacciones IIF se proyectó bajo lo efectivo. En estos casos, el error de proyección se explica por cambios no esperados en los factores de proyección, más que por errores atribuibles al modelo utilizado. En específico, debido a las diferencias entre las tasas de interés proyectadas y efectivas.

En el caso de la proyección de las desmaterializaciones, las principales desviaciones se presentaron en bonos corporativos y depósitos a plazo. En ambos casos, las desmaterializaciones proyectadas fueron menores a las efectivas. En el caso de los bonos, se produjo una desviación de la proyección a causa de desmaterializaciones muy importantes realizados por la Tesorería General y otros corporativos en los últimos años. Para depósitos a plazo, la menor proyección se explica debido a la relación histórica entre desmaterializaciones y emisiones, cuya convergencia se situó sobre la relación efectiva, en un contexto en que las desmaterializaciones se aceleraron desde el 2020.

Ajustes metodológicos para las nuevas proyecciones
En resumen, al revisar los resultados del *backtesting* se encuentra un bajo error de estimación de custodias para IRF (1%). En el caso de IIF, el error de proyección (10%) se explica principalmente pues la reducción del estímulo monetario por parte del Banco Central fue mayor a la esperada. Por su parte, el error de proyección en custodias de IRV fue de -3%.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Con el objetivo de disminuir aún más dichos errores, algunos de los modelos fueron modificados. El detalle de los cambios realizados se encuentra en la siguiente tabla:

Tipo	Instrumento	Ajustes al modelo
Custodia IRF	Bonos Corporativos	Actualización de la proyección del PIB, ahorro privado nacional y tipo de cambio. Ajustes en la proyección de la relación entre emisiones y ahorro privado nacional.
Custodia IRF	BTU	Actualización de la proyección del déficit fiscal. Ajustes en la proporción de emisiones de BTP y BTU.
Custodia IRF	BTP	Actualización de la proyección del déficit fiscal e inflación. Ajustes en la proporción de emisiones de BTP y BTU.
Custodia IRF	BCU	No se realizaron ajustes al modelo.
Custodia IRF	BCP	No se realizaron ajustes al modelo.
Custodia IRF	Letras Hipotecarias	No se realizaron ajustes al modelo.
Custodia IRF	Bonos de Reconocimiento	No se realizaron ajustes al modelo.
Custodia IRF	MINVU	Ajustes en la proyección de emisiones.
Custodia IIF	Gobierno	Ajuste en la especificación del modelo, vinculando la proyección de custodias con los cambios en la TPM.
Custodia IIF	Corporativos	Actualización de la proyección del PIB.
Custodia IRV	Acciones	Ajuste en la especificación del modelo, utilizando un modelo VAR(12). Actualización de la proyección del IMACEC.
Custodia IRV	Fondos de Inversión	Actualización participación de los fondos de inversión respecto del PIB para diversos países de la OCDE.
Custodia IRV	Fondos Mutuos	Actualización participación de los fondos mutuos respecto del PIB para diversos países de la OCDE. Ajuste del período considerado para el valor de convergencia de la relación entre custodias y fondos como porcentaje del PIB.
Transacciones	IRF	Actualización de la proyección de BCP5.
Transacciones	IIF	Actualización de la proyección de TPM y custodias de depósitos a plazo. Se agrega factor por pandemia.
Transacciones	IRV Mercado Bursátil	Actualización de la proyección de custodias de acciones. Se añaden controles por pandemia y estacionalidad.
Transacciones	IRV Extra Bursátil	Se ajusta el modelo a uno basado en la relación entre las transacciones de IRV MEB y las de MB, controlando también por pandemia y estacionalidad.
Desmaterializaciones	Documentos BCCh (PDBC)	Actualización de la proyección de custodias de PDBC.
Desmaterializaciones	Bonos Corporativos	Exclusión de *outliers* y actualización de la diferencia entre desmaterializaciones y emisiones.
Desmaterializaciones	Depósitos a plazo	Actualización de la proyección de custodias de depósitos a plazo y ajuste del período considerado para la relación histórica entre emisiones y desmaterializaciones.
Desmaterializaciones	Letras Hipotecarias	No se proyectan desmaterializaciones futuras.

4.4 Conclusiones de los Resultados

Las custodias del DCV alcanzaron un total de 8.866 MMUF en diciembre de 2024, siendo un 57% de IRF, 25% de IRV y 18% de IIF.

Respecto al Informe de proyecciones realizada el año 2023, hubo un bajo error de estimación de custodias a mayo 2025 en IIF (10%), IRF (1%) e IRV (-3%). En el caso de transacciones, el error de proyección fue mayor en IRF. En el caso de las desmaterializaciones, el mayor error de proyección se dio en depósitos a plazo debido a una emisión menor a la proyectada de PDBC.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Por lo tanto, a nivel general, es posible determinar que los errores de proyección se explicaron en mayor medida por cambios inesperados en los parámetros utilizados más que por las formas funcionales de los modelos de proyección.

Las cantidades proyectadas implican un cambio en el *mix* de custodias del DCV. En específico, las custodias de IRF crecerían durante el período 2024-2029 a una tasa inferior a la observada en el quinquenio inmediatamente anterior. Por su parte, las custodias de IRV e IIF crecerían a un ritmo superior al promedio de los cinco años previos.

En la mayoría de los mercados ocurriría una recuperación en las transacciones respecto al año 2024. A su vez, los montos desmaterializados del Banco Central se mantendrían en un nivel inferior al período anterior.

En el anexo 1, se presenta el resumen ejecutivo de la proyección de demanda realizado por la consultora ECONSULT Capital.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

5. Tasa de Costo de Capital

5.1 Tasas individuales y agregadas

El DCV presta servicios de custodia y de transacción, entonces es necesario analizar si el riesgo de la custodia es materialmente diferente del riesgo de los servicios de transacción, en cuyo caso se justifica estimar dos tasas de descuento, una para cada giro, y además una tercera, que correspondería a la tasa de costo de capital del DCV como un todo. Nuestra posición es que debiera estimarse una única tasa de costo de capital por tres razones.

Primero y más importante, los datos no permiten estimar la beta de estas dos líneas de negocio, debido a que no existe ningún DCV en el mundo que se transe en bolsa con la necesaria liquidez. Para estimar la beta por cada línea de negocio, necesitaríamos al menos estimaciones de beta de activos para dos DCV (idealmente para dos porfolios de DCV diferentes), con diferentes ponderaciones en sus ingresos por transacción y por custodia, y a partir de ello podríamos inferir los riesgos de activos de estas dos actividades. Al no existir ni siquiera uno, es imposible estimarlos desde un punto de vista empírico.

Segundo, cabe hacer notar que los servicios de transacciones no pueden producirse sin la custodia, y son en este sentido inseparables de la custodia por una estructura de costos compartidos. Además, desde el punto de vista de los ingresos, cada vez que ocurre una transacción, se genera también una actualización de saldos (un producto de la custodia). De este modo, si bien hay un componente del servicio de custodia que es independiente de las transacciones, también hay movimientos de custodia inducidos por transacciones tales como las compraventas, transferencias y traspasos (actualización de saldos), y además las operaciones del mercado guardan estrecha relación con el volumen emitido y el stock en custodia; de modo que el riesgo de mercado de ambos debiera ser más similar de lo que podría pensarse a priori.

Tercero, no hay evidencia que el negocio de transacciones tenga un coeficiente de riesgo sistemático beta más alto que el promedio del negocio del DCV. Es evidente que los ingresos contables del negocio de transacciones y traspasos son mucho más variables que los ingresos contables de la custodia, pero no es evidente que ello se traduzca en un mayor coeficiente de riesgo sistemático beta.

En síntesis, proponemos usar una única medida de riesgo de activos para las actividades del DCV, porque 1) porque es empíricamente imposible estimar una beta para estas actividades a partir de la información de mercado disponible, y 2) porque no hay evidencia que sugiera que la mayor volatilidad de las transacciones implique un mayor coeficiente beta.

5.2 Modelo y parámetros utilizados para el cálculo

A continuación, se presenta un extracto y resumen de la determinación del costo de capital realizado por ECONSULT, cuyo informe se presenta en el anexo N° 2.

5.2.1 Modelo WACC

La Tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) representa el costo de oportunidad del capital empleado por una empresa, incluyendo tanto los fondos propios como la deuda. Asimismo, refleja la rentabilidad mínima que los inversionistas

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

(accionistas y acreedores) esperan obtener sobre los flujos de la empresa, asegurando que se genere valor y se cubran los costos financieros.

Para determinar la tasa de descuento para el Depósito Central de Valores (DCV), se utilizó el modelo CAPM de tal manera de poder estimar una Tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC). La cual se calcula mediante la siguiente formula:

$$WACC = r_D * (1 - t) * \frac{D}{A} + r_E * \left(1 - \frac{D}{A}\right)$$

$$r_E = r_f + \beta_L * PR$$

Donde:

- **Tasa de endeudamiento (r_D):** rentabilidad exigida por la deuda financiera.
- **Estructura de capital (D/A):** proporción de los activos financiados por deuda financiera.
- **Tasa de impuestos (t):** corresponde a la tasa de impuestos corporativa.
- **Tasa de rentabilidad del capital (r_E):** rentabilidad exigida por el capital propio.
  - **Tasa libre de riesgo (r_f):** representa el retorno que un inversionista puede obtener en activos sin riesgo de incumplimiento.
  - **Beta apalancado (β_L):** mide el riesgo sistemático de una empresa, considerando tanto su riesgo operativo como el riesgo financiero derivado de su nivel de endeudamiento.
  - **Premio por riesgo de mercado (PR):** es la compensación adicional que los inversionistas exigen por asumir el riesgo de invertir en un activo riesgoso en comparación con un activo libre de riesgo.

5.2.1.1 Parámetros

5.2.1.1.1 Tasa libre de Riesgo

La tasa libre de riesgo representa el retorno que un inversionista puede obtener en activos sin riesgo de incumplimiento. Para este parámetro se debe elegir un instrumento que: (i) mejor represente el horizonte de inversión, (ii) posea una menor probabilidad de no pago, y (iii) presente un alto grado de liquidez.

Los papeles del gobierno se asimilan a una tasa libre de riesgo, en la medida en que posean cero correlación con los retornos del portafolio del mercado, y en la medida que el riesgo de default sea cero (o muy cercano a cero).

Es importante destacar que la tasa de libre de riesgo a utilizar para la estimación de la tasa de costo del capital debe representar la situación del mercado. Sin embargo, debido a la naturaleza cíclica de esta, la situación actual de tasas puede no reflejar la situación del mercado.
Dado lo anterior, se puede considerar rendimientos históricos durante un periodo o incluso filtrar la serie con algún filtro estadístico para eliminar la volatibilidad y capturar los componentes más permanentes. De esta forma, se considera el promedio de los últimos doce meses de la serie filtrada del BCU 10.

5.2.1.1.2 Beta Apalancado

El beta apalancado (β_L) representa el riesgo sistemático de una empresa considerando su estructura de capital, esto es, considerando el riesgo operativo y el riesgo financiero derivado del endeudamiento. Este se puede estimar considerando: (i) el beta

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

despalancado (β_u), (ii) la estructura de apalancamiento y (iii) la tasa de impuestos corporativa, mediante la siguiente formula:

$$\boldsymbol{\beta_L = \beta_u * (1 + \frac{D}{A} * (1 - t))}$$

Se realiza esta estimación debido a que calcular el beta apalancado puede sesgar los resultados, al considerar empresas con diferentes estructuras de deuda o tratamiento tributarios. Estos parámetros se obtienen a través de referencias de mercado o de industrias similares, por lo que es necesario: (i) determinar una industria representativa, (ii) estimar el beta desapalancado (β_u) y (iii) volver a apalancar el beta en base a la estructura de capital de la industria.

Considerando que el DCV, presta servicios de custodia y transacción, para el beta se consideraron las estimaciones de Duff & Phelps, para la industria *Asset Management & Custody Banks*(1).

Industria	N° de Empresas	Beta desapalancado	Deuda/Activos
Asset Management & Custody Banks	59	1,09	10,0%

Por último, para la tasa de impuestos **(*t*)** se considera la tasa de impuesto corporativa de Chile, equivalente a 27%.

Cambio Metodológico

El 2017 el DCV adoptó las recomendación de mejores prácticas del ICU-IOSCO(2) para empresas que son infraestructuras del mercado financiero. Dado esto, en los estudios anteriores el DCV dividió su negocio en 2: (i) el negocio operacional y (ii) los activos invertidos en reserva, ponderando el primero por el beta estimado y el segundo por un beta igual a cero. En ese caso, para estimar el beta de la industria se corrigió por la caja disponible de las empresas para que refleje solo el riesgo operacional. Sin embargo, dado que estos activos se mantienen en reservas y son intrínsecos al negocio, se consideran, en esta versión del Estudio, parte de la operación, por lo que a la estimación del beta no se le realizan los mencionados ajustes, esto corresponde a un cambio en la metodología de determinación del Beta incorporada por ECONSULT.

5.2.1.1.3 Premio por Riesgo

El método más tradicional para estimar el premio por riesgo es comparar el retorno histórico de las acciones con el retorno de la tasa libre de riesgo:

$$PR = \left[E(r_m) - r_f\right]$$

Para esto, es importante considerar que se debe utilizar un portafolio que refleje el retorno de todas las posibilidades de inversión. Debido a que en la actualidad el IPSA carece de profundidad y liquidez, no se puede estimar directamente el premio por riesgo para Chile.

La estimación del premio por riesgo para Chile o un mercado emergente, se puede aproximar mediante: (i) el premio por riesgo para un país maduro (por ejemplo, EE.UU) y (ii) adicionarle el riesgo especifico al país.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

i. Duff & Phelps estima el retorno accionario en un 5,0%(1) para Estados Unidos.
ii. El riesgo especifico al país se puede aproximar mediante los *Credit Default Swaps* (CDS)(2) para Chile.

De igual manera que la tasa libre de riesgo, el CDS tiene componentes cíclicos por lo que se pueden considerar rendimientos históricos durante un periodo o incluso filtrar la serie con algún filtro estadístico para eliminar la volatibilidad y capturar los componentes más permanentes.

5.2.1.1.4 Estructura de Capital

La razón de endeudamiento utilizada para calcular la tasa de costo de capital debe definirse en función de la estructura objetivo de deuda y patrimonio. Esto se debe a que, desde la perspectiva de un tercero, es relevante considerar el nivel de endeudamiento objetivo o el ratio de mercado al que la empresa podría apalancarse. Este ratio se puede determinarse a partir de:

- Estructura Financiera de Largo Plazo: Refleja los costos de capital asociados con decisiones futuras
- Estructura Financiera de Empresas Comparables: Reflejan la realidad económica y las expectativas actuales

Cabe mencionar que, en muchas ocasiones, el nivel de apalancamiento actual de una empresa difiere de su valor de mercado o de su objetivo a largo plazo. Esto puede deberse a que la empresa aún se encuentra en una etapa de crecimiento o a que su valor contable no refleja su valor económico. Por lo anterior, utilizar valores de mercado asegura que el cálculo del WACC sea más representativo del riesgo y las expectativas actuales de los inversionistas.

Para la estructura de financiamiento se utiliza la misma muestra del cálculo para apalancar el beta, en base a las estimaciones de Duff & Phelps, para la industria *Asset Management & Custody Banks:*

Industria	N° de Empresas	Beta desapalancado	Deuda/Activos(2)
Asset Management & Custody Banks	59	1,09	10,0%

La tasa de endeudamiento (r_D), equivale a la tasa de interés a la que la empresa se puede financiar dado su acceso al crédito y condiciones financieras. Esta se puede obtener mediante: (i) rendimiento de los bonos emitidos por la empresa, (ii) tasa de interés promedio de financiamiento vigente, o bien, cuando no hay datos de deuda propia, (iii) mediante tasas de referencias de mercado más algún spread en caso de ser necesario.

5.3 Conclusiones

Para descontar los flujos de caja libre de la Compañía, se estimó una tasa de costo de capital promedio ponderado ("WACC"). Para calcular la tasa de descuento del patrimonio o costo de capital (r_E) se utilizó el modelo CAPM.

Los parámetros asumidos para el cálculo del WACC y del r_E son los siguientes:

- Tasa libre de riesgo (r_f): Se considera el promedio de los últimos doce meses de la serie filtrada del BCU 10, equivalente a 2,6%.
- Beta apalancado (βL): Calculado en base al beta desapalancado (βU) de activos de industrias similares de 1,09, y utilizando la estructura de capital de la Compañía. Selección de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

comparables de la industria Asset Management & Custody Banks de acuerdo a Duff & Phelps, información al 30 de septiembre del 2024.

- Premio por riesgo de mercado (PR): Basado en referencias internacionales de 6,2% para Chile. Considera el Equity Risk Premium estimado por Duff & Phelps, de 5,0%, más el promedio filtrado del CDS a 10 años de Chile, equivalente a 1,2%.
- Estructura de capital (D/A): Se usó la estructura de capital de la industria.
- Tasa de impuestos (t): Se considera la tasa de impuestos corporativa de 27,0% vigente en Chile.
- Tasa de endeudamiento (rD): Se considera el promedio de los últimos doce meses de la serie filtrada de la tasa y spread de las condiciones financieras obtenidas por la empresa en su último contrato de financiamiento. De esta forma, se obtiene un costo de la deuda de UF + 3,8%. Conforme a la información proporcionada por la empresa, esta obtuvo un contrato de financiamiento bancario a una tasa de TAB 180 + 0,9% con fecha 10 de junio de 2025. Para el cálculo de la tasa de la deuda, se consideró el promedio filtrado de los últimos doce meses de la TAB 180 en UF (2,90%), al que se sumó un spread de 0,94%. Este spread corresponde al spread base de 0,9%, más una diferencia adicional de 0,04%, equivalente a la brecha entre el promedio filtrado de los últimos doce meses del spread de bonos corporativos con clasificación A+ (1,29%) y el spread correspondiente a junio de 2025 (1,25%).

Con la utilización de los parámetros antes mencionados y, mediante la aplicación de las fórmulas antes descritas para la tasa de rentabilidad del capital y del WACC, la tasa obtenida es la siguiente:

Tasa Libre de Riesgo	Beta Apalancado	Premio por Riesgo	Costo de Capital	Estructura de Capital	Tasa de Impuestos	Tasa de Deuda	WACC
2,6%	1,18	6,2%	9,88%	10,0%	27,0%	3,8%	9,17%

En el anexo 2, se presenta el informe detallado de la determinación del costo de capital, realizado por ECONSULT.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

6. Inversión Inicial

6.1 Descripción de Inversiones

El presente estudio considera la determinación del nivel de inversión necesario para poner en marcha la infraestructura capaz de soportar en forma eficiente los servicios actuales que el DCV presta a sus clientes y su crecimiento proyectado. Así también, considera el nivel de reinversión necesario para responder a las exigencias de continuidad operacional y de reposición de componentes inherentes al nivel de criticidad de los servicios que el DCV provee al mercado financiero.

Dado que el DCV es una empresa de misión crítica, requiere operar en forma ininterrumpida, garantizando la continuidad del negocio. Este requerimiento está establecido y normado por la legislación y regulación vigente. Por lo tanto, la "Continuidad del Negocio" es un imperativo para el DCV, de manera de asegurar la operación ante eventuales fallas que se generen en su operación, pudiendo recuperar procesos críticos, restablecer las operaciones y eventualmente volver a un ambiente normal, sin afectar el cumplimiento de su misión.

Los servicios que el DCV provee tienen una dependencia tecnológica transversal respecto de sistemas y comunicaciones, por esto, una interrupción de los sistemas computacionales o de las comunicaciones a través de enlaces, internet u otros provocarían un fuerte impacto en la continuidad operacional de todos los servicios y, en consecuencia, del mercado de capitales.

Así también, en la actualidad existe otro elemento central vinculado a la continuidad operacional y a la seguridad de la información, este es la ciberseguridad, elemento que, hoy en día, amerita especial atención en torno a las inversiones y gestiones necesarias para que los riesgos que se originan en este elemento sean mitigados en forma efectiva y, eficiente.

En virtud de lo anterior, el DCV requiere de la implementación de una infraestructura tolerante a fallas, de manera de favorecer la disponibilidad de los servicios. Así, las inversiones necesarias para la implementación de la empresa se detallan a continuación:

a. Una instalación "Tolerante a Fallas" basada en el concepto de "Redundancia Tecnológica".
b. Sitios de producción independientes orientados al fortalecimiento de la seguridad y crecimiento de la infraestructura física de los Data Center.
c. Servidores de producción tolerantes a falla, con discos redundantes auto recuperables, que a su vez se encuentran interconectados por dos troncales de fibra óptica, que permiten su operación espejada entre sitios, de modo que el nivel de redundancia es cuádruple.
d. Tercer Sitio de Respaldo, distante de la ciudad de Santiago, que permitirá, frente a un desastre en la capital, contener la información suficiente para reconstruir los saldos de los Depositantes y operar el mercado a distancia.
e. Conexión por fibras ópticas independientes con el Centro de Procesamiento de Datos (CPD), donde se encuentran los Switch que distribuyen la conectividad de las redes locales de los pisos donde operan las oficinas administrativas y de soporte del DCV.
f. Sitio Administrativo Alternativo cumpliendo con las mejores prácticas internacionales en cuanto a empresas de misión crítica.
g. Infraestructura necesaria para administrar y mitigar los riesgos asociados al ciber crimen, la evolución y sofisticación tecnológica asociada al intento de acciones que comprometen la continuidad y seguridad de la información hacen necesaria la inversión en tecnologías acorde a la coyuntura en este ámbito.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

h. Grupo electrógeno que cubre las necesidades de operación del Sitio Administrativo, y tiene capacidad para una red de iluminación y fuerza de emergencia para los puestos de trabajo críticos de los dos pisos en que opera el DCV.
i. Herramientas tecnológicas de soporte y también de comunicación para que los colaboradores puedan desarrollar sus labores en forma adecuada.
j. Un Sistema Computacional robusto que entregue una real cobertura a todas las necesidades técnicas y funcionales de los clientes y que esté alineado también con las mejores prácticas a nivel global.
k. Si bien el nivel de instrumentos materiales ha declinado fuertemente, igualmente aun el 1,2% del monto en depósito está representado por papeles físicos, por lo que igualmente se requiere de una bóveda especializada de alta seguridad.

Las inversiones consideradas como Inversión Inicial en el presente estudio son aquellas que la administración y las áreas técnicas del DCV han identificado como necesarias para la gestión eficiente y segura de la Empresa; dichas inversiones no sólo consideran los activos relativos a la infraestructura tecnológica corporativa sino que incorporan además componentes relacionados con inmuebles, las estaciones de trabajo de las personas, los sistemas computacionales y aquellos componentes propios de una instalación que presta un servicio de alta sensibilidad al mercado.

La inversión inicial se ha determinado considerando la estructura actual de los activos de la Empresa, la que contempla los activos necesarios para llevar a cabo su política de continuidad operacional, así, entendemos que la estructura de inversiones vigente se constituye en una fuente de información válida para ser considerada en el presente estudio.

La metodología utilizada para cuantificar la inversión inicial de DCV se basa en un inventario tecnológico valorizado, realizado por las unidades técnicas de la Empresa, también en la asignación de valores de mercado en lo relativo al costo de habilitaciones y mobiliarios, en costos de reposición de equipos y software del personal y en costo de adquisición de los inmuebles y bóveda de seguridad.

Otro componente relevante en la Inversión Inicial es el sistema computacional mediante el cual el DCV presta sus servicios al mercado, sistema computacional que debe contar con las funcionalidades y atributos de seguridad, continuidad, trazabilidad y otros necesarios para el desarrollo y funcionamiento del mercado.

Hasta el estudio emitido en el año 2021, la inversión inicial relacionada con el Sistema Computacional del DCV -dado que se trataba de un sistema desarrollado internamente- se determinó en base a la estimación de los recursos necesarios para el desarrollo de dicho sistema (costo de reposición), y había sido realizada por las áreas técnicas de la Empresa en base a la mecánica de "puntos de función" valorizados de acuerdo con precios de mercado de horas hombre (hh) de fábrica de desarrollo y de los procesos de aseguramiento de calidad (QA).

En el mes de agosto del año 2022 se inició la operación a través de sistema computacional *worldclass* desarrollado en conjunto con el proveedor tecnológico global Nasdaq. Este sistema se valoriza, para efectos de inversión inicial, a través del costo real de implementación, costo que considera, tanto el costo directo de desarrollo del proveedor tecnológico Nasdaq como así también otros costos de implementación como lo son el costo de desarrollo de sistemas complementarios e, incorpora además, los costos de mejoras en los que se ha incurrido luego de su implementación, mejoras que siguen el conducto regular de estabilización de un sistema *worldclass* de estas características.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Con respecto a las inversiones futuras enmarcadas en proyectos estratégicos presentes o futuros, el presente estudio sólo considera la realidad de la empresa al momento en que el estudio es desarrollado, entonces, no incorpora inversiones futuras o ya realizadas relacionadas con la implementación de sistemas u otros no relacionados directamente con el desarrollo del presente estudio.

Los activos que se consideran en la inversión inicial del presente estudio han sido clasificados y cuantificados de la siguiente manera:

6.1.1 Infraestructura tecnológica

La infraestructura tecnológica del DCV considera los recursos relativos al equipamiento computacional corporativo, así como también las licencias de paquetes computacionales que permiten operar los sistemas de base de las plataformas corporativas de la empresa. De igual forma, se consideran los recursos computacionales destinados a las personas, como son los equipos y licencias específicas en función de los requerimientos de cada puesto de trabajo.

Los valores de los equipos que se consideran como parte de la inversión inicial, han sido valorizados a su valor de compra, que, dada la antigüedad de los activos, es muy similar al valor de mercado.

La infraestructura tecnológica presente en el DCV no sólo atiende las necesidades del negocio del DCV, sino que también existe una prestación a las sociedades filiales, en particular, a la filial DCV Registros S.A., así entonces, el resultado del inventario valorizado que se presenta a continuación se determina en base a la inversión necesaria para la operación del DCV y su filial para luego, más adelante en el desarrollo del presente estudio, en la sección de "Relación de Inversión Inicial con sus filiales", se explica la mecánica y el resultado de la distribución de inversión inicial de acuerdo a la necesidad de infraestructura de cada empresa.

Por lo anterior, el ítem de inversión de *Infraestructura Tecnológica* se subdivide en:

6.1.1.1 Hardware y software corporativo

Elemento de Plataformas	UF
a) Plataforma de Servidores	36.897
b) Plataforma de Storage y Respaldo	28.177
c) Plataforma de Comunicaciones	12.763
d) Software de Servidores	5.530
e) Software Base	10.210
f) Software Aplicaciones	19.676
g) Plataforma de Seguridad	5.435
Total, Inversión	**118.688**

En los últimos años se ha observado la disminución de los niveles de inversión tecnológica definidos como inversión inicial, este fenómeno se origina en el cambio de la forma de operar de algunos componentes tecnológicos que han cambiado desde esquemas de inversión o licenciamiento "perpetuo" a esquemas de arriendo o suscripción de software, esto ha implicado un cambio que origina el traspaso desde CAPEX a OPEX.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

6.1.1.2 Hardware y Software Personas:

A continuación, se detalla la inversión requerida en las estaciones de trabajo del personal, dadas las características propias de la función que desempeñan y los requerimientos específicos de software para el adecuado desarrollo de sus funciones.

Elementos	UF
Equipos computacionales	7.158
Software genérico	3.938
Software específicos	7.668
Total, Inversión	**18.764**

Los valores antes detallados corresponden al valor de mercado de los componentes a la fecha de realización, estos basados en las últimas compras realizadas de este equipamiento.

6.1.2 Instalaciones

Las instalaciones consideradas en la inversión inicial incorporan: inmuebles necesarios para proveer de sitios administrativos y de producción de acuerdo con las políticas de seguridad de la Empresa, inmuebles que obedecen a una mecánica de inversión y no así a arriendo, la habilitación de los inmuebles, lo que considera también el mobiliario de los mismos y, la infraestructura de seguridad relacionada con la bóveda del DCV; así, la estimación de instalaciones a considerar en el estudio es la siguiente:

Elementos	UF
a) Inmuebles	38.130
b) Habilitación Inmuebles	45.207
c) Mobiliario Inmuebles	6.864
Total, Inversión	**90.201**

En esta versión del Estudio, se vuelve a considerar el uso del denominado Sitio Administrativo N°1 (Piso N°4, Apoquindo 4001) — oficinas ubicadas en la comuna de Las Condes, adquiridas por DCV bajo la modalidad de leasing— esto como parte de la infraestructura necesaria para la operación. Esto se debe al cambio en la modalidad de trabajo de la empresa, que ha pasado desde un esquema con predominio remoto, adoptado tras la pandemia, a un modelo híbrido que requiere nuevamente el uso de instalaciones físicas permanentes. En consecuencia, este inmueble vuelve a incorporarse dentro de la inversión necesaria de inmuebles y habilitación, a diferencia de estudios anteriores donde sólo se consideraban los costos de habilitación de oficinas arrendadas.

Respecto de la bóveda requerida para la operación, se encuentra valorizada a su valor de habilitación, el que encuentra incorporado en el costo de habilitación de las oficinas que DCV utiliza en la comuna de Providencia.

La sociedad filial DCV Registros S.A. opera en oficinas arrendadas a terceros, situadas en la comuna de Providencia. Los costos de dichos arriendos son registrados en la contabilidad de la propia filial.

Para la determinación de los valores asociados a la habilitación de los inmuebles y al mobiliario de oficinas se consideraron costos reales involucrados en la remodelación de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

las oficinas, remodelación realizada durante el año 2025, cuyos precios están expresados en unidades de fomento. El costo por metro cuadrado de habilitación y de mobiliario fue utilizado como base estándar para los inmuebles de la Empresa. El costo utilizado para determinar el valor de las habilitaciones, considerando las instalaciones y el mobiliario, es el que a continuación se indica:

HABILITACIÓN	
a. Costo Metro Cuadrado de Habilitación	
Costo habilitación - Edificio Torre Santa María II, Providencia	30.175
Metros cuadrados - Edificio Torre Santa María II, Providencia	1.312
Costo metro cuadrado de habilitación - UF	**22,99**

b. Costo de la Habilitación	**UF**
Sitio Administrativo N°1 - Las Condes, Piso 4	11.888
Sitio Administrativo N°1 - Las Condes, Piso 12	22.765
Sitio Administrativo N°2 - Edificio TSM II, Piso 23	10.555
Costo total Habilitación	**45.208**

II. MOBILIARIO	
a. Costo Metro Cuadrado de Mobiliario	
Costo mobiliario - Edificio Torre Santa María II, Providencia	4.581
Metros cuadrados - Edificio Torre Santa María II, Providencia	1.312
Costo metro cuadrado de habilitación - UF	**3,49**

b. Costo del Mobiliario	**UF**
Sitio Administrativo N°1 - Las Condes, Piso 4	1.805
Sitio Administrativo N°1 - Las Condes, Piso 12	3.457
Sitio Administrativo N°2 - Edificio TSM II, Piso 23	1.603
Costo total Mobiliario	**6.865**

6.1.3 Sistema de Producción

Como antes se describió en el presente documento, a contar del mes de agosto del año 2022, DCV presta sus servicios a través de un sistema *worldclass* personalizado al mercado chileno en conjunto con el proveedor global de tecnología Nasdaq. Hasta el estudio de tarifas 2021, el ítem de inversión declarado para dar cobertura al sistema productivo del DCV se denominó "Desarrollo de Sistemas" ya que se trataba de un sistema desarrollado internamente y cuya valorización se basó en la metodología de "puntos de función".

El actual sistema productivo del DCV se sujeta a una mecánica distinta a la del desarrollo de sistemas internos ya que se trata de un sistema que es licenciado, transformando parte de la inversión en un gasto corriente de operación. Si bien es cierto se trata de un sistema w*orldclass* de Nasdaq, este debió ser adaptado para que así pudiese atender las especificaciones del negocio local. Básicamente, la implementación del Sistema Nasdaq consideró tres conceptos que incluimos en la valorización; el primero, es el costo directo del licenciamiento de Nasdaq, costo que considera el costo de desarrollo acordado luego del estudio de diseño y que, además, fue fijado a través de contrato de prestación de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

servicio de implementación, el costo asociado a los controles de cambio y mejoras que se originaron en el desarrollo del proyecto para el logro de la estabilización adecuada del sistema.

El segundo ítem de costo se refiere al desarrollo de proyectos complementarios necesarios para la operación del sistema adquirido a Nasdaq. En este ítem de desembolso es importante destacar que, el escenario de cambio de sistema es distinto a un escenario de implementación de un sistema sin historia previa, donde se debe llevar a cabo un proceso de migración de la información histórica a la nueva plataforma. El valor de este ítem se representa en la inversión a través del desembolso directo de desarrollo incurrido por DCV, realizado a través de la fábrica de desarrollo externo. Por otra parte, dentro de este ítem de inversión se considera el desembolso asociado al proceso de control de calidad y aceptación de la nueva plataforma.

Otro ítem relevante de costos incluido en este Estudio es el Sistema denominado DCV Digital, que corresponde a una infraestructura tecnológica destinada a la emisión y custodia de instrumentos financieros digitales. Esta infraestructura fue desarrollada, también, en colaboración con Nasdaq y es basada en tecnologías de libro mayor distribuido (*distributed ledger*), permitiendo gestionar el ciclo completo de vida de valores digitales con altos estándares de seguridad y eficiencia.

Con todo, en el siguiente cuadro se muestra los costos de implementación del sistema Nasdaq de acuerdo con los criterios antes descritos:

Elementos	**UF**
a) Desarrollo - Sistema Nasdaq [Contrato + Controles de Cambio]	314.315
b) Desarrollo - Sistema DCV Digital Nasdaq	22.379
b) Desarrollo - Sistemas Complementarios [Fábrica desarrollo y QA]	8.163
c) Otros ítems del Proyecto	4.679
Total, Inversión	**349.536**

6.1.4 Inversión en Otros Activos

Se ha considerado un ítem *"Otros Activos"* para incorporar principalmente equipos de seguridad y equipos de telefonía, entre otros. En esta sección se incluye aquellos activos no catalogados en los puntos anteriores de acuerdo con el siguiente detalle:

Elementos	**UF**
a) Equipos de Seguridad	1.159
b) Equipos de Telefonía	1.082
c) Otros	2.079
Total, Inversión	**4.321**

Los valores de estos activos se han considerado a su valor de compra, que dada la antigüedad se pueden considerar que son valores de mercado o muy representativos.

6.1.5 Inversión en Capital de Trabajo

La determinación de la inversión inicial considera la inversión requerida en Capital de Trabajo. Esta inversión se explica por el descalce de los flujos provenientes de las ventas y el flujo de salida producto de las obligaciones mensuales de la Empresa.

La Empresa requiere de fondos para cumplir con sus obligaciones cuyos vencimientos se estiman en 15 días. Por otra parte, se estima que la recuperación de los flujos

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

provenientes de las ventas se hace efectiva en el plazo de 45 días a partir del momento de la facturación. Así, se requiere de una inversión inicial media de 30 días de venta, lo que equivale a una tasa de 8,6% de las ventas, que equivale aproximadamente a un mes de ventas. Dado los ingresos proyectados, el requerimiento de Capital de Trabajo Inicial es de 51.810 UF.

Como reinversión, se utilizará el diferencial de ventas anual y se multiplicará por la tasa antes referida.

6.1.6 Principios para las infraestructuras del mercado financiero

De acuerdo con los principios de CPSS-IOSCO, en el N°15 se establece:

"Principio 15: Riesgo general de negocios
Una FMI deberá identificar, controlar y gestionar su riesgo empresarial general y mantener activos netos suficientemente líquidos financiados a través de su patrimonio neto para cubrir posibles pérdidas generales del negocio de manera que pueda continuar prestando servicios como empresa en funcionamiento. Esta cantidad deberá ser suficiente en todo momento para garantizar la reestructuración o liquidación ordenada de las actividades y servicios más importantes de la FMI durante un periodo de tiempo adecuado."

Asimismo, en la consideración 3 del principio 15, establece:

"Como mínimo, una FMI deberá mantener un capital en acciones en condiciones normales equivalente a los gastos de [seis, nueve o doce] meses. Asimismo, puede que una FMI necesite capital en acciones adicional al tener en consideración su perfil de riesgo general de negocio. Para no ser objeto de doble regulación, en caso oportuno, se incluirá como parte del capital en acciones el capital mantenido bajo las normas internacionales de capital basadas en el riesgo."

Así entonces, la empresa ha definido como objetivo el mantener 6 meses de gastos corrientes para dar cumplimiento a dicho principio, establecido como mejor prácticas para empresas de Infraestructura de Mercado y adoptado por la CMF como requerimiento de cumplimiento para este tipo de empresas

El monto para considerar como parte de la Inversión Inicial bajo este concepto es de 235.121 UF.

6.2 Relación de Inversión Inicial con sus filiales

DCV Registros S.A., DCV Asesorías y Servicios S.A, y su matriz, DCV, comparten infraestructura tecnológica y administrativa, situación que no ocurre con la nueva filial Riskamerica. Así, se produce una relación entre estas empresas donde se generan precios de transferencia entre ellas. En cuanto a la inversión inicial, y dado que las compañías tienen necesidades de inversión diferentes y con requerimientos de disponibilidad de servicios que difieren básicamente de acuerdo con los mercados que atienden, es necesario realizar un análisis especial acerca de esta relación.

La infraestructura tecnológica es utilizada por la matriz y sus Filiales en porcentajes distintos. Como se explica en capítulos posteriores del presente informe, existen roles y funciones en algunas áreas de la empresa que, dados los requerimientos de la filial, han debido fortalecerse para hacer frente a su necesidad. Algunas áreas corporativas mantienen dotación producto de la existencia de DCV Registros, sin embargo, en otras áreas esta situación no existe.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Dado lo anterior, la inversión inicial a considerar en el estudio de tarifas de DCV se ajusta de acuerdo con dos parámetros, a) proporción de la infraestructura tecnológica corporativa atribuible a las filiales y b) proporción del equipamiento y necesidad de espacio físico habilitado de las personas que se relaciona con las filiales.

Para determinar la proporción de la infraestructura tecnológica que se debe deducir de la inversión inicial del DCV por corresponder a esfuerzos consumidos por la filial DCV Registros S.A., se utilizó una mecánica de distribución detallada del inventario tecnológico del DCV, es decir, para cada elemento valorizado de la infraestructura tecnológica del DCV se establecieron criterios de usabilidad considerando para esto, primero, una clasificación que identifica aquellos elementos que son compartidos, los que son de dedicación exclusiva en alguna de las empresas o aquellos que se mantienen para atender las necesidades del legado. Luego de esto, se establecieron criterios de distribución de la inversión, los que se basan en la opinión experta de nuestra gerencia de tecnología y que incorpora atributos como son la evitabilidad de la inversión (por ejemplo, componentes de ciberseguridad) y la usabilidad de acuerdo con algún *driver*. El Resultado de la aplicación de estos criterios de distribución se muestra en el siguiente cuadro:

Elemento de Plataformas	**Inventario Valorizado en UF**		
	Total	**No DCV**	**DCV**
a) Plataforma de Servidores	36.897	-5.040	31.857
b) Plataforma de Storage y Respaldo	28.177	-1.949	26.228
c) Plataforma de Comunicaciones	12.763	-736	12.027
d) Software de Servidores	5.530	-3.310	2.220
e) Software Base	10.210	-10.152	58
f) Software Aplicaciones	19.676	-5.680	13.996
g) Plataforma de Seguridad	5.435	-351	5.084
Total, Inversión	**118.688**	**-27.218**	**91.470**

Con este análisis, se determina que un 22,9% de la inversión inicial total determinada de acuerdo con el inventario valorizado de los componentes tecnológicos vigentes del DCV es dedicada a atender necesidades tecnológicas de la filial y de componentes del legado que, dada la naturaleza de los servicios involucrados, no debe ser considerada en el presente estudio, como lo es el caso del Servicio de Bonos de Reconocimiento de Afiliados Activos (BRAA) que, desde el punto de vista del prestador como así también de la plataforma que provee el servicio, no son considerados en este estudio.

En cuanto al equipamiento del personal del DCV se ha considerado como inversión inicial sólo aquella porción del equipamiento que corresponde a personal del DCV, lo que de acuerdo con esto no se hace necesaria la deducción de monto alguno en la inversión estimada.

En la actualidad, no se produce uso de instalaciones que ameriten el traspaso de costos entre la matriz y la filial, DCV Registros S.A. utiliza instalaciones independientes a las de DCV en la comuna de Providencia.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

6.3 Inversión Inicial requerida

De acuerdo con los antecedentes antes analizados, la inversión a considerar en el estudio es la siguiente:

Elemento	UF
a) Software y Hardware Corporativo	91.470
b) Software y Hardware de Personas	18.764
c) Instalaciones	90.201
d) Desarrollo de Sistemas DCV	349.536
e) Otros Activos	4.321
f) Capital de Trabajo	51.810
g) CPSS-IOSCO-Reserva operacional (6 meses)	235.121
TOTAL INVERSIONES	**841.223**

6.4 Requerimientos de Reinversión

El plan de reinversión considera un flujo anual constante cuyo monto se determina en base a la depreciación de los recursos invertidos, es decir, considera reinversión financiada a través de la depreciación.

Metodológicamente, se ha considerado realizar una reinversión equivalente al 100% de la depreciación en todos y cada uno de los períodos. En realidad, la inversión se produce en forma discreta, a intervalos de diferente tamaño, en algunos casos en un plazo mayor al horizonte de planificación, por lo que este supuesto permite aproximar dicha reinversión para un horizonte más corto, de una manera simplificada.

Dicha cuota anual requiere de la incorporación de una tasa de crecimiento, ya que la reinversión de la depreciación supone sólo la reposición del activo y no crecimiento de este, es por lo anterior que se han utilizado los siguientes conceptos para incorporar el crecimiento de la reinversión dentro de esta cuota equivalente:

- Los recursos tecnológicos tienden a disminuir su precio a través del tiempo por lo que el crecimiento en infraestructura tecnológica es factible de lograr sin necesidad de reinversión adicional a la depreciación.
- El crecimiento futuro de la empresa, dada la estructura actual de servicios, no hace necesario el crecimiento en espacio físico, por lo que las actuales instalaciones serían suficientes.

Dado lo anterior, no se incorpora en la cuota de reinversión anual una tasa incremental al monto depreciado del activo, sino que éste estaría dado por la eficiencia en el desarrollo tecnológico.
La depreciación anual de la inversión inicial que, para efectos de este estudio corresponde a la cuota anual equivalente de reinversión, es de 68.151 UF.

6.5 Supuestos de depreciación y obsolescencia

Los supuestos de depreciación y obsolescencia aplicados en el presente estudio incorporan criterios técnicos desarrollados al interior de la empresa y también reúnen criterios de aceptación general como son los puramente financieros.

Los supuestos de vida útil de los activos obedecen a un criterio de depreciación y/o amortización lineal de los mismos y los niveles de obsolescencia se incorporan, tanto en la vida útil conservadora asignada a los activos fijos tecnológicos, así como también en los niveles de reinversión constante.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

De acuerdo con lo antes expuesto, en la tabla siguiente se registran los supuestos de vida útil asignada a las inversiones en activos amortizables:

Tipo de Activo	**Años de vida útil**
Software Corporativo	4
Hardware Corporativo	4
Equipos Personal	4
Inmuebles	50
Habilitaciones Inmuebles	10
Muebles	10
Bóveda	50
Sistema Nasdaq (1)	10
Desarrollo de Sistemas	8
Otros	10

(1) Plazo duración contrato

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

7. Unidad Equivalente (UE)

7.1 Definiciones y Método

7.1.1 Concepto

El presente estudio considera el concepto de UE, concepto que corresponde a la unidad de medida básica identificable en el sistema computacional de la Empresa y representa la transacción más elemental al interior de éste para cada uno de los trámites u operaciones asociadas a los servicios que la empresa presta. Esta UE busca representar en cada servicio la cantidad de recursos estándar necesarios para su prestación.

La definición de la UE obedece a que todo servicio que el DCV presta es factible de descomponer en términos de una unidad estándar y por tanto todos los servicios que el DCV ofrece son múltiplos de esta unidad.

Un trámite operacional se define como una actividad que es ejecutada cada vez que algún servicio es procesado en el sistema computacional. Un servicio está compuesto de uno o más trámites operacionales. La agrupación de los trámites operacionales de un servicio da como resultado un catálogo de trámites y/o actividades necesarias para la ejecución de este.

Cada trámite operacional está conformado por una o más UE, y, por lo tanto, el total de operaciones multiplicado por el número de UE que conforma un referido trámite será el peso relativo que tiene un servicio respecto del total que la empresa provee al mercado.

La UE en su sentido más simple, representa una anotación en cuenta y por tanto es un indicador de actividad al interior de la Empresa. Esta unidad estándar supone que los servicios que la empresa provee son múltiplos de esta unidad, y que en función de la complejidad de la operación tendrá más o menos UE asignadas.

7.1.2 Revisión general del Modelo

A través de los años, el modelo de unidades equivalentes (UE) ha sido objeto de revisiones por parte de expertos concluyéndose -siempre- que el modelo es un buen inductor de costos ya que representa en la actualidad y para efectos de proyección, los esfuerzos en la prestación de cada servicio, es así como, desde la emisión del primer estudio de tarifas, el modelo ha sido mejorado de acuerdo con la visión de expertos.

La versión del estudio emitida el año 2023 se vio impactada por el cambio de la plataforma de servicios de DCV, cambio que tiene impactos en varios elementos del presente estudio y, en particular, en el modelo de UE que finalmente es el inductor de costos de cada uno de los servicios que la empresa provee. El modelo de UE se basa en la identificación de la(s) actividad(es) necesaria(s) para realizar cualquier prestación, esto a través de la definición de los trámites operacionales que conforman cada servicio y la asignación de un peso medido en UE que, finalmente, se constituye en el inductor de costos para cada prestación.

Dado que existió un cambio de sistema computacional y que el modelo de UE se basa en una lógica de estandarización de los esfuerzos sistémicos, se hizo necesario realizar un estudio tendiente a confirmar la continuidad de la aplicabilidad del Modelo y sus criterios basales, esto considerando el funcionamiento de la nueva plataforma tecnológica, su modelo funcional y técnico.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Por lo anterior, se realizó una revisión detallada del Modelo en conjunto con especialistas de la consultora global EY, tanto en aspectos de negocios como técnicos.

Las principales conclusiones del Estudio se resumen en que, el Modelo de UE, ha sido diseñado con supuestos de criterio experto razonables, es un inductor de costo adecuado dada la naturaleza de la empresa y es consistente en el uso de los criterios de asignación de las UE a los diferentes servicios.

En la presente versión del Estudio de Tarifas se actualizaron los parámetros numéricos del modelo utilizado en el año 2023, se analizó la existencia de variaciones relevantes a nivel sistémico que pudieran afectar las bases de dicho modelo y se revisó la consistencia de los resultados generales del proceso, concluyéndose que la versión actual es coherente con los resultados, la mecánica de cálculo y los parámetros del estudio anterior.

7.1.3 Método de Cálculo de la UE

El proceso de determinación de las UE se ajusta a una estructura que considera, entre otros elementos, los siguientes:

a. Identificación de la prestación (servicio)
b. Identificación de trámites operacionales asociados a la prestación.
c. Conformación de un catálogo de trámites operacionales para cada prestación.
d. Identificación de las capas de arquitectura predefinidas que se relacionan con la ejecución de cada trámite operacional
e. Identificación y cuantificación de las UE de cada trámite.
f. Determinación de la composición estándar de cada servicio
g. Realización de pruebas de consistencia

Para los puntos a, b y c se desarrollan matrices (que corresponden a los catálogos antes descritos) y cuyo objeto es establecer la relación entre cada servicio y cada trámite operacional.

El punto d. se basa en la visión experta de las áreas de arquitectura técnica de la empresa, para esto existe una definición de capas de arquitectura basales por las cuáles debe transitar todo trámite operacional previamente definido en los puntos anteriores. Estas capas de arquitectura cuentan con la asignación de un peso relativo ponderando, siempre, en función a una capa pivote que representa la ponderación máxima (1) y, así, las demás capas se expresan como una proporción de ésta en base a un criterio experto de esfuerzo sistémico asociado a la ejecución de cada trámite operacional en cada capa.

Los puntos e) y f) se logran poblando los catálogos desarrollados en los puntos a., b, y c. con las UE correspondientes a cada trámite operacional y su correspondiente aplicación a las capas de arquitectura que corresponda. La determinación de la cantidad de UE es realizada en base al análisis estadístico de datos históricos relativos a los volúmenes operacionales de la Empresa.

El resultado final de los puntos antes analizados corresponde a los catálogos asociados a los servicios. El catálogo referido al registro de operaciones es el siguiente:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

	Registro y Liquidación de Operaciones					
	Compraventas				Otras Operaciones	
	Liquidación en Cámara	DVP	Pago con documento	ISO	Transferencias (RF-IF-RV)	Traspasos (RF-IF-RV)
Registro	3,36	3,72	3,72	1,30	3,80	1,23
Comparación	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,50
Retención	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,17
Registrar medigo de pago	0,00	0,55	0,45	0,00	0,00	0,00
Aplicar medio de pago	0,00	0,55	0,45	0,00	0,00	0,00
Comprador solicita al DCV el envió del Medio de Pago al Banco del Comprador	0,00	0,31	0,00	0,00	0,00	0,00
DCV envía por SWIFT Solicitud de Pago al Sistema de Pago del BCCH	0,00	0,00	0,00	1,30	0,00	0,00
BCCH envía al DCV por SWIFT confirmación del pago	0,00	0,00	0,00	1,30	0,00	0,00
DCV envía por SWIFT en nombre del Comprador, el Medio de Pago al Banco del Comprador	0,00	0,33	0,00	0,00	0,00	0,00
Recibir Medio de Pago	0,00	0,00	0,45	0,00	0,00	0,00
Recibir consulta por SWIFT si operaciones estás aplicadas a un MP	0,00	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00
Responder consulta por SWIFT indicando que las operaciones están aplicadas a un MP	0,00	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00
Recibir por SWIFT una solicitud para que las operaciones sean liquidadas	0,00	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00
Solicitud de Liquidación	1,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anotación en cuenta a través de liquidación		1,60	1,60	1,60	1,63	1,64
Total, unidades equivalentes	**6,46**	**10,27**	**8,18**	**7,00**	**6,93**	**3,53**

Se aprecia que cada una de las operaciones es una representación de UE y, dado que éstas representan eventos que ocurren con los valores que se encuentran depositados en la empresa, cada uno de los movimientos tiene una representación como movimiento de saldos o bien como anotación en cuenta. De esta forma, cada operación genera en forma "endógena" movimientos de custodia y movimientos que afectan, en forma directa, el esfuerzo necesario para la ejecución de cada operación. Una operación puede tener una fracción de UE, ya que en ese caso mide la probabilidad de ocurrencia de una determinada anotación en cuenta al momento de ocurrir una determinada operación.

Es del caso que para cada una de las operaciones tarificadas existe una representación medida en UE, con lo que todos los servicios del DCV pueden ser medidos en equivalencia de esta unidad estándar. Esta visión es consistente con que el servicio del DCV es único y que todos ellos se encuentran íntimamente relacionados. A continuación, se presenta un detalle de las UE asociadas a cada una de las operaciones que ocurren en el sistema DCV:

	ESTUDIO 2025			
	Negocio	Operación	Custodia	Total
Registro de Compraventas, IRF	Local	7,16	1,60	**8,76**
Registro de Compraventas, IIF	Local	7,16	1,60	**8,76**
Registro de Compraventas, IRV MB	Local	7,16	1,60	**8,76**
Registro de Compraventas, IRV ME	Local	7,16	1,60	**8,76**
Registro de Transferencias, IRF	Local	5,30	1,63	**6,93**
Registro de Transferencias, IIF	Local	5,30	1,63	**6,93**
Registro de Transferencias, IRV	Local	5,30	1,63	**6,93**
Registro de Traspasos	Local	1,89	1,64	**3,53**
Depósitos Desmateriales - DPF	Local	3,61	2,94	**6,55**
Depósitos Desmateriales - Letras	Local	5,28	3,70	**8,98**
Depósitos Desmateriales - Bonos	Local	3,10	2,71	**5,80**
Depósitos Desmateriales - BCCH	Local	3,09	2,70	**5,79**
Depósitos Desmateriales - Otros	Local	3,14	2,73	**5,87**
Administración de Valores - Vencimiento de cupón	Local	18,17	0,00	**18,17**
Administración de Valores - Vencimiento de Instrumentos No Seriados	Local	1,80	1,00	**2,80**
Administración de Valores - Vencimiento de Instrumentos Seriados	Local	23,14	1,00	**24,14**
Administración de Valores - Vencimiento de Título	Local	30,03	1,00	**31,03**
Prendas - normales	Local	17,74	2,28	**20,02**
Prendas - Especiales	Local	13,04	2,28	**15,32**
Prendas - Banco Central	Local	4,90	2,28	**7,18**
Servicio Internacional - Retornos de Liquidez	Internacional	13,80	0,00	**13,80**
Servicio Internacional - Traspaso de Efectivo	Internacional	7,60	0,00	**7,60**
Servicio Internacional - Ingreso de Liquidez	Internacional	7,39	0,00	**7,39**
Servicio Internacional - Conciliación Bancaria	Internacional	5,50	0,00	**5,50**
Servicio Internacional - Compraventas	Internacional	11,67	0,00	**11,67**
Servicio Internacional - Operaciones Fop	Internacional	11,86	0,00	**11,86**
Servicio Internacional - Eventos de Capital	Internacional	4,39	0,00	**4,39**

Nota: El cuadro presenta las UE calculadas considerando el modelo de esfuerzo 2023, y por tanto la nueva plataforma tecnológica de DCV.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Del anterior cuadro, se aprecia que cada una de las operaciones antes detalladas tiene en consideración las UE respectivas de la operación en sí misma y la actividad que le demanda a la custodia, o, dicho de otra manera, cada operación genera actividad en los saldos mantenidos en custodia ya que se trata, finalmente, de la anotación en cuenta que se desprende desde la ejecución de cada operación.

También se observa en el cuadro que se incluye la custodia entre los catálogos o descripción de prestaciones de la Empresa, esto tiene un objetivo de completitud ya que, si bien es cierto, la custodia en sí no corresponde a una operación, si existen procesos asociados directamente a la custodia que si generan actividad por lo cual si deben ser considerados a la hora de definir UE unitarias necesarias cada vez que la actividad se ejecuta. En el siguiente cuadro, se describe las actividades generadoras de UE asociadas al servicio de custodia:

	Cuenta de Posición			Cuenta de Mandantes		
Procesos	**IRF**	**IIF**	**IRV**	**IRF**	**IIF**	**IRV**
Conciliación - Saldos en Cuentas de Valores vs Deposit Account	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Conciliación - Saldos en Cuentas de Valores vs Títulos	1,6	1,6	-	1,6	1,6	-
Conciliación - Transacciones vs Saldos	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Valorización de Saldos	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Mantención Tablas de Desarrollo	1,6	-	-	1,6	-	-

Nota: El cuadro presenta las UE calculadas considerando el modelo de esfuerzo 2023, y por tanto la nueva plataforma tecnológica de DCV.

Por último, la tabla muestra las prestaciones asociadas al Servicio Internacional, si bien es cierto, estas prestaciones no forman parte del presente estudio (ver sección 3.2.1), son incluidas para efectos de completitud ya que dicho servicio, en la actualidad, es prestado a través de la misma plataforma de los servicios domésticos a los cuales este estudio da cobertura por lo que existen costos que se deben distribuir al Servicio Internacional y que no deben formar parte de los resultados de los servicios locales en el presente.

7.1.4 Revisión Histórica de las UE

Se realizó un análisis histórico para validar la relación existente entre los volúmenes de UE de los servicios de la empresa para los últimos 10 años, para lo cual todos los volúmenes operacionales fueron transformados en su equivalencia de UE. En la siguiente tabla se muestra la composición de los principales servicios del DCV en términos de proporción porcentuales de UE de cada servicio:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Custodia de valores	63,1%	64,0%	66,8%	67,4%	67,5%	53,5%	58,8%	59,2%	63,4%	62,3%
Registro de operaciones	25,5%	26,5%	24,3%	23,0%	23,1%	26,8%	23,2%	22,7%	20,8%	22,2%
Depósitos desmaterializados	3,0%	3,9%	3,7%	4,9%	5,0%	15,4%	13,2%	13,4%	11,9%	11,3%
Administración de valores	4,5%	4,0%	3,6%	3,3%	3,0%	2,8%	3,2%	3,0%	3,7%	3,9%

Los resultados históricos son consistentes en cuanto a la proporción de las UE de cada servicio y, las variaciones de mayor relevancia tienen su origen en aspectos del negocio como lo son, el crecimiento del registro de operaciones que se origina en mejoras aplicadas al modelo en el estudio de tarifas del año 2021, mejora que implicó el cambio de destino de UE desde la custodia a las operaciones (actividad de liquidación). Por otra parte, la otra variación explicada en el negocio es el crecimiento de los depósitos desmateriales, que se origina en el crecimiento del volumen operacional proyectado de este servicio por los niveles de emisión del Banco Central de Chile a partir de 2020.

Ahora bien, considerando la nueva plataforma computacional de DCV, y por tanto el modelo de esfuerzo actualizado, a continuación, se presenta la variación que se genera en cuanto a cantidad de UE distribuidas en las diferentes categorías de servicios:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Custodia de valores											Proyección Estudio 2025				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Custodia de valores	63,1%	64,0%	66,8%	67,4%	67,5%	53,5%	58,8%	59,2%	63,4%	62,3%	61,1%	61,0%	59,4%	57,8%	58,3%
Registro de operaciones	25,5%	26,5%	24,3%	23,0%	23,1%	26,8%	23,2%	22,7%	20,8%	22,2%	22,6%	24,8%	27,0%	28,7%	28,9%
Depósitos desmaterializados	3,0%	3,9%	3,7%	4,9%	5,0%	15,4%	13,2%	13,4%	11,9%	11,3%	12,4%	10,0%	9,3%	9,1%	8,4%
Administración de valores	4,5%	4,0%	3,6%	3,3%	3,0%	2,8%	3,2%	3,0%	3,7%	3,9%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%

Como se aprecia, si bien existen diferencias en cuanto a la representación porcentual (significancia del servicio respecto del total, medido en UE) se visualiza una convergencia razonable en términos agregados.

7.1.5 Relación de los Ingresos con las UE

A continuación, se presenta esta relación detallada de los servicios del DCV, esto entre el porcentaje de UE de cada servicio y el porcentaje de participación de los mismos servicios en términos de ingresos operacionales, esto para el año 2025:

Detalle de Relación de % de UE y % de Ingreso por Tarifa

Clasificación de Servicio	Servicio/Tarifa	%UE	% Ingresos
Registro de Operaciones	Registro de Compraventas, IRF	2,39%	2,40%
Registro de Operaciones	Registro de Compraventas, IIF	9,37%	9,42%
Registro de Operaciones	Registro de Compraventas, IRV MB	5,22%	5,25%
Registro de Operaciones	Registro de Compraventas, IRV ME	6,50%	6,54%
Registro de Operaciones	Registro de Transferencias, IRF	0,41%	0,41%
Registro de Operaciones	Registro de Transferencias, IIF	0,54%	0,55%
Registro de Operaciones	Registro de Transferencias, IRV	0,74%	0,75%
Registro de Operaciones	Registro de Traspasos	3,28%	3,30%
	Registro de Operaciones	**28,45%**	**28,61%**
Depósitos desmateriales	Depósitos Desmateriales - DPF	0,35%	0,35%
Depósitos desmateriales	Depósitos Desmateriales - Letras	0,00%	0,00%
Depósitos desmateriales	Depósitos Desmateriales - Bonos	3,58%	3,60%
Depósitos desmateriales	Depósitos Desmateriales - BCCH	4,13%	4,15%
Depósitos desmateriales	Depósitos Desmateriales - Otros	0,39%	0,40%
	Depósitos desmateriales	**8,45%**	**8,49%**
Administración de valores	Administración de Valores	4,17%	4,15%
	Administración de valores	**4,17%**	**4,15%**
Custodia de valores	UE Custodia RF	32,43%	32,33%
Custodia de valores	UE Custodia IF	10,26%	10,23%
Custodia de valores	UE Custodia RV	15,56%	15,51%
	Custodia de valores	**58,26%**	**58,07%**

En general, existe una relación estrecha entre la proporción de UE asignadas a cada uno de los servicios respecto del porcentaje del ingreso total.

7.2 Proyección

En el estudio tarifario presentado en el año 2009, se determinó la necesidad de contar con un factor de conversión tecnológico "α" debido a que la Empresa en el corto plazo comenzaría a utilizar más intensamente la plataforma Web. Este cambio tecnológico tuvo un impacto directo en las UE y por tanto en el uso de la capacidad. A partir del estudio 2011, este factor se hizo igual a 1, por lo tanto, su efecto es neutro, ya que la intensidad de uso de esa plataforma se profundizó, debido a que la empresa tiene en explotación la referida plataforma.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

El ajuste denominado "**Factor Capacidad Delta" (δ),** se explica por el hecho de que el DCV opera con una capacidad instalada mayor a la requerida, de manera tal de soportar la fluctuación diaria en el número de operaciones que se registran en el sistema computacional del DCV, provenientes fundamentalmente desde las bolsas, operaciones de cámaras para los diferentes tipos de instrumentos financieros, más todas las operaciones extrabursátiles.

La política vigente es que la capacidad debe estar utilizada en promedio sólo en un 30%. Así, la empresa maneja una holgura de capacidad instalada de 1:3, con lo que el factor δ es igual a 3. Como se ha mencionado, los servicios inherentes del DCV son conjuntos entre sí, como, asimismo, cada uno de los movimientos genera actividad tanto a nivel de registro de operaciones como de custodia, este factor δ es para toda la infraestructura de la empresa y por tanto amplifica la capacidad que debe tenerse disponible para gestionar episodios de potenciales aumento de volúmenes y así satisfacer una demanda que puede tener aumentos inesperados en cuanto a su determinación. Esta razón es relevante a la hora de definir al DCV como una empresa de misión crítica.

Por último, es importante destacar, que todos los movimientos que no se encuentran tarificados se consideran parte del sistema y por tanto se distribuyen "naturalmente" de acuerdo con la asignación definida en función de las UE. Dado el factor δ antes detallado, se puede representar la proyección de demanda medida en UE, siendo ésta la medida del uso de capacidad productiva de la Empresa.

En la siguiente tabla se muestra la evolución de la capacidad requerida medida en UE:

Proyección Estudio 2025	2025	2026	2027	2028	2029
Custodia de valores	193.554.845	186.182.705	178.973.801	171.740.335	175.253.688
Registro de compraventas	55.977.038	59.997.961	65.410.709	69.089.992	70.617.042
Registro de traspasos	9.907.196	9.906.320	9.869.121	9.878.976	9.875.463
Registro de Transferencias	5.703.272	5.720.916	6.147.616	6.406.067	6.513.826
Administración de valores	12.003.353	12.210.928	12.412.386	12.611.566	12.532.968
Depósitos desmateriales	39.308.653	30.380.116	28.104.765	26.941.319	25.410.948
Prendas	580.871	590.112	599.646	609.484	619.640
Total	**317.035.227**	**304.989.056**	**301.518.045**	**297.277.739**	**300.823.576**

7.3 Procesos relacionados

El estudio que considera el uso de las UE en la "Fórmula Tarifaria", la que se basa en la búsqueda del nivel de ingreso suficiente para cubrir los costos y obtener la rentabilidad exigida. La incógnita en la ecuación de la fórmula de ingresos es el precio de la UE, ya que todos los volúmenes operacionales de la empresa han sido "transformados" en esta unidad estándar.

La determinación de los márgenes por servicios también utiliza como herramienta base la UE; tal como se describe en el párrafo anterior, los ingresos proyectados se definen en función al precio de cada UE, con lo que el costo proyectado también es distribuido a través de dicha unidad por lo que con el precio y el costo unitario de las UE se logra obtener el margen por servicios. Esta metodología se basa en considerar las UE como *"costdriver"*, o base de asignación de los costos, ya que, dado que todos los servicios analizados en el presente estudio pueden ser expresados bajo esta denominación, y que además la capacidad productiva está orientada a prestar el servicio como un todo, las UE son un buen inductor para la asignación de los costos a cada uno de los servicios que se encuentran tarificados.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Otro elemento a destacar en el ámbito de distribución de costos a través de UE es la aplicación de un criterio que reconozca en el proceso la volatilidad del volumen operacional de los distintos servicios del DCV de acuerdo a sus características de mayor o menor cercanía a la transaccionalidad, donde la incorporación de este elemento distintivo de esfuerzo deriva en un valor diferenciado de la UE para aquellos servicios afectos a volatilidad como así también un valor a los servicios no afectos a ella.

La determinación de dos valores de UE, dependiendo del nivel de volatilidad de los servicios que las originan, requiere de un driver para la conformación de dos flujos proyectados de actividad ya que los costos y otros componentes deben ser distribuidos entre ellos, con lo que el mecanismo más adecuado de distribución en este ámbito es también la UE, metodología mediante la cual se establecen proporciones de UE dependiendo del servicio que las origine, logrando así una distribución consistente con la unidad básica de esfuerzo que soporta el modelo.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

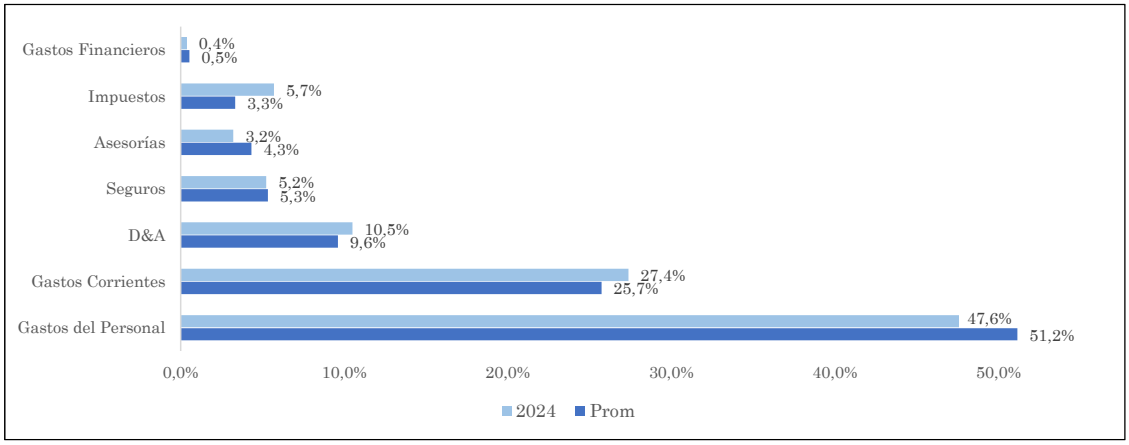
8. Estructura de Costos

8.1 Identificación y cuantificación de costos

8.1.1 Estructura de Costos

La estructura de costos de la empresa se ha mantenido relativamente estable en el tiempo. Es así como en términos cuantitativos, la estructura de costos actual necesaria para la prestación de los servicios es uniforme con la estructura existente durante los últimos cinco años.

En el siguiente gráfico se establece la relación existente entre los principales componentes del costo sobre el costo total de la empresa para el período 2020 y para el promedio de los costos de 2020/2024:



Tal como se observa en la gráfica, la estructura de costos de la empresa no es dinámica al no presentar variaciones relevantes en cuanto a su composición, sino es más bien estática en cuanto a la proporción de cada ítem de costos en la estructura general a través de los años.

En la siguiente tabla se muestra la evolución anual de la relación presentada en forma resumida en la gráfica anterior.

	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Gastos del Personal	56,95%	52,06%	52,47%	46,73%	47,59%	51,16%
Gastos Corrientes	20,16%	25,34%	27,76%	27,99%	27,38%	25,73%
D&A	8,72%	9,07%	9,19%	10,57%	10,50%	9,61%
Seguros	4,70%	5,32%	6,13%	5,24%	5,23%	5,33%
Asesorías	5,13%	5,03%	3,89%	4,34%	3,22%	4,32%
Impuestos	3,65%	2,69%	0,15%	4,44%	5,70%	3,33%
Gastos Financieros	0,68%	0,50%	0,41%	0,69%	0,38%	0,53%

Si bien el análisis desagregado de las distintas categorías de costos no revela patrones de alta volatilidad en su participación relativa, se identifican ciertos hitos específicos que explican algunas variaciones puntuales a lo largo del período analizado.
Durante el año 2018 se produjo un aceleramiento en el proceso de amortización de determinados sistemas computacionales, anticipando su expiración antes del cumplimiento de su vida útil originalmente asignada. Este ajuste contable impactó los

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

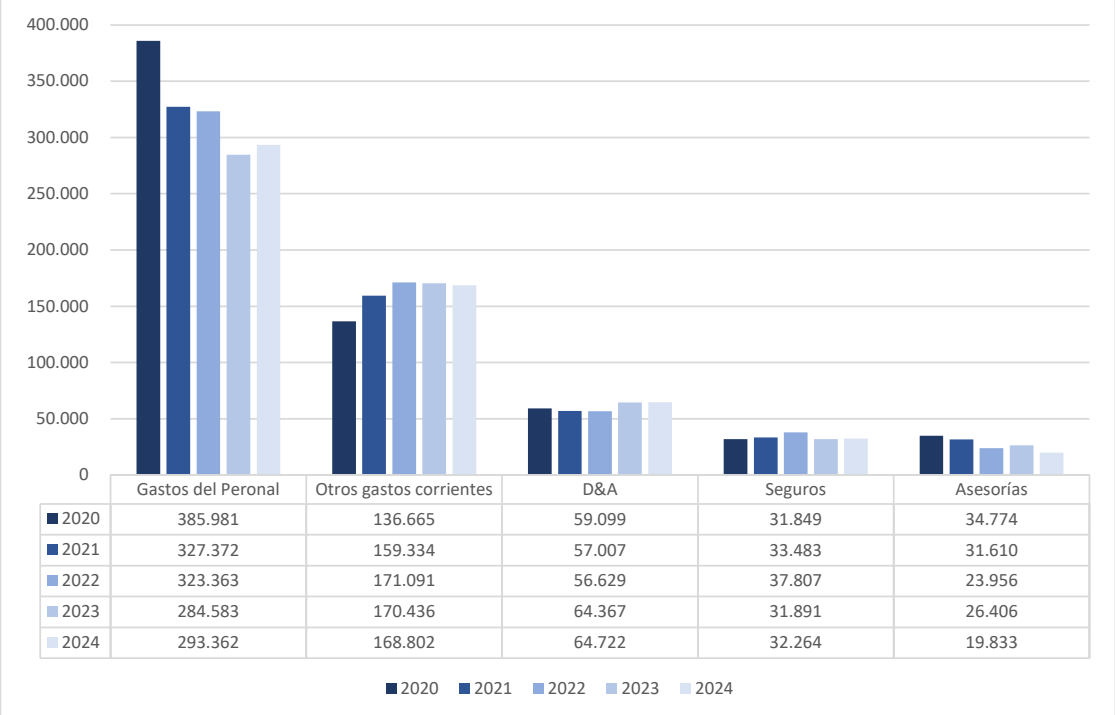
niveles de Depreciación y Amortización (D&A) hasta el año 2020. A partir de 2021, dichas cifras retornan a niveles considerados normales, en línea con los niveles de inversión efectiva.

En cuanto a los gastos corrientes, se observa un aumento durante los años 2021 y 2022, impulsado principalmente por factores estructurales. Entre ellos, destaca el incremento de los costos asociados a infraestructura tecnológica, derivado del aumento en los requerimientos de soporte, mantenimiento y licenciamiento. En este contexto, cobra especial relevancia el servicio prestado por Nasdaq, cuyo costo anual incluye licencias, soporte y mantenimiento del sistema productivo. Además, se evidencia un aumento sostenido en los gastos vinculados a seguridad informática, rubro que ha adquirido mayor peso relativo en la estructura de costos debido a su rol estratégico en la gestión de riesgos operacionales, requiriendo inversiones en herramientas y servicios especializados.

En relación con los costos de personal, si bien históricamente no presentan una variación significativa durante los años reportados, han sido objeto de seguimiento y gestión activa. De hecho, para el período 2023 en adelante, se observa una reducción en esta categoría, como resultado de una disminución del *headcount* implementada a comienzos de 2023.

8.1.2 Evolución de los Costos

La evolución de los costos de la Empresa presenta variaciones originadas en hitos particulares ocurridos en el horizonte de tiempo analizado, en la necesidad de recursos adicionales constantes que obedecen al crecimiento del volumen operacional anual y a decisiones de orden estratégico de la empresa. La evolución de los principales componentes del costo (expresado en unidades de fomento) para el período comprendido entre los años 2018 y 2023 se muestra en el siguiente gráfico:



	Gastos del Peronal	Otros gastos corrientes	D&A	Seguros	Asesorías
2020	385.981	136.665	59.099	31.849	34.774
2021	327.372	159.334	57.007	33.483	31.610
2022	323.363	171.091	56.629	37.807	23.956
2023	284.583	170.436	64.367	31.891	26.406
2024	293.362	168.802	64.722	32.264	19.833

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Como se aprecia, los gastos de personal, que son los de mayor relevancia, representan en promedio el 51,16% (periodo 2020-2024) de los costos totales de la empresa.

8.1.3 Costos conjuntos y costos compartidos

Los servicios que provee el DCV tienen características de productos conjuntos, y por tanto los costos no son asignables directamente a cada uno de los servicios que provee la empresa, por lo que los costos son catalogados como indirectos y requieren de algún mecanismo de distribución y/o criterio de reparto para la conformación del costo asignable a cada servicio.

Asimismo, la Empresa presenta una estructura de tipo matricial en la que existen servicios internos e infraestructura común, esta estructura en forma natural favorece la existencia de costos compartidos que requieren de un mecanismo de distribución que soporte la asignación de costos.

Por lo anterior, el presente estudio considera que la distribución de costos entre los servicios del DCV es realizada a través de las UE, como elemento inductor de costos. En relación con la distribución de los costos compartidos entre empresas, se realiza a través del análisis de costos evitables e inevitables.

8.1.4 Costos Compartidos

En el presente informe, se entenderá como costos compartidos aquellos recursos que son compartidos entre empresas; por este hecho se producen economías de ámbito, las que desaparecerían en caso de que una de ellas no se encuentre en operación, ya sea porque utilizan capacidad ociosa, y por tanto reducen el costo medio total de la empresa, o bien porque son capaces de operar a un menor costo operacional. Esta situación se origina entre DCV y sus filiales; DCV Registros y DCV Asesorías y Servicios. Cabe destacar que las filiales realizan actividades complementarias al DCV, donde, por el hecho de administrar los registros de accionistas de las empresas emisoras de acciones y de fondos de aportantes, administra el registro subsidiario en los respectivos registros de accionistas y de aportantes y servicios de agente tributario. Las filiales se encuentran excluidas del presente estudio, sin embargo, se debe analizar la relación con el fin de "eliminar" el efecto de la existencia de esta empresa en la estructura de costos de DCV.

La distribución de los costos compartidos es calculada mediante la aplicación del método de costos evitables.

8.1.5 Distribución de costos según criterio de volatilidad del volumen operacional de los Servicios.

El modelo de determinación de la inversión inicial en el presente estudio incorpora el método de distribución de acuerdo con la relación que existe entre cada ítem de inversión y el atributo de volatilidad presente en los volúmenes operacionales de los servicios que la empresa provee (ver sección 9.6 del presente).

La incorporación de este método deriva en que existirán dos valores de UE, uno, asociado a los servicios no afectos a volatilidad y otro para aquellos servicios más cercanos a la volatilidad de volúmenes operacionales como los son los servicios transaccionales.

La determinación de dos valores diferenciados de UE implica la incorporación de un criterio de distribución de los costos totales proyectados, esto porque el modelo de determinación del valor de la UE requiere de una estructura, tanto de ingresos, como así también de costos, así entonces, el mecanismo de distribución más consistente en este

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

proceso corresponde a la cantidad de UE que se originan en cada servicio estableciéndose así una proporción de UE para los servicio afectos y no afectos a volatilidad (ver detalle de los servicios clasificados en sección 9.6 del presente) y es esta la proporción (factor-Driver) que se utilizará en la distribución de los costos para determinar el valor de la UE de ambos grupos de servicios.

8.1.6 Método de Costos Evitables

El método de los *costos evitables* se basa en el concepto de costos que se evitarían en caso de la inexistencia de un determinado proyecto, empresa u otros objetos de costo. Esta metodología busca identificar los costos directos asociados a una determinada actividad, esto es sin perjuicio de la existencia de costos compartidos.

En este análisis se hace el supuesto que los servicios provistos por las filiales, los servicios de custodia internacional y de contratos forward dejan de ser prestados y por lo tanto se debe determinar cuáles de los costos se "evitan". En este escenario, los costos necesarios para operar los servicios del DCV se mantienen sin variaciones y sólo dejan de existir aquellos costos que son de dedicación exclusiva para los servicios mencionados precedentemente.

La determinación de los costos *evitables* se realiza en base al análisis detallado de los componentes del costo de DCV a modo de identificar de manera precisa aquellos costos de dedicación exclusiva.

8.1.6.1 Remuneraciones del Personal

La determinación de los costos evitables se basa en el análisis de cargos y funciones que realiza la matriz en beneficio exclusivo de sus filiales, de los servicios de custodia internacional y contrato forward, con el fin de establecer el costo directo incurrido por el DCV en la operación de estos servicios. El siguiente cuadro resume los resultados del análisis:

DETALLE DE PERSONAL EVITABLE	2025	2026	2027	2028	2029
Personal de Administración					
# Personas	11	11	11	11	11
UFs	9.269	9.554	9.698	9.843	9.991
Personal de Operaciones					
# Personas	8	8	8	8	8
UFs	6.890	6.993	7.098	7.205	7.313
Personal de Tecnología					
# Personas	2	2	2	2	2
UFs	1.321	1.341	1.361	1.382	1.403
Personal Áreas de Proyectos					
# Personas	3	3	3	3	3
UFs	4.986	5.061	5.137	5.214	5.292
Personal de Sistemas y Arquitectura					
# Personas	3	3	3	3	3
UFs	4.365	4.430	4.497	4.564	4.633
Personal de Auditoría y Riesgo					
# Personas	2	2	2	2	2
UFs	2.041	2.336	2.371	2.407	2.443
Total Costo Evitable por Remuneraciones	**28.873**	**29.717**	**30.162**	**30.615**	**31.074**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

8.1.6.2 Costos Corrientes de Operación

Los costos corrientes corresponden a aquellos costos necesarios para que la empresa opere en forma normal. Existen los que son de orden administrativo, como servicios básicos, telefonía, arriendos de inmuebles, asesorías de carácter recurrente y otros gastos generales y también existen los asociados a operaciones y tecnología, como lo son mantenciones de sistemas de base y equipamiento tecnológico, arriendo de sitios remotos, comunicaciones, servicios de monitoreo y otros.

La proyección de los costos del DCV considera la estructura del plan de cuentas contable del DCV, por lo que su gasto corriente se ha definido como no evitable.

8.1.6.3 Depreciaciones y Amortizaciones

La proyección de las depreciaciones y amortizaciones se originan en la determinación de la Inversión Inicial considerada en el presente estudio. La inversión en infraestructura tecnológica del DCV se estructura en grupos de componentes que fueron analizados con el objeto de determinar la real proporción de ésta que se dispone para atender las necesidades tecnológicas de las filiales. Es por lo anterior, que este ítem no requiere algún tipo de distribución ya que ésta se es realizada en el origen. Las D&A de otros componentes tecnológicos como lo es el equipamiento del personal de cada empresa, no requiere de un mecanismo de distribución ya que también, en el origen, la inversión del presente está determinada en base al personal del DCV y no así de la sociedad filial.

8.1.6.4 Instalaciones

Las instalaciones se han determinado en función a las necesidades del DCV; las instalaciones de DCV Registros no se incluyen en el estudio y se han asignado aquellas de dedicación exclusiva mediante la distribución de la inversión inicial.

8.1.6.5 Sistema Productivo

La valorización del sistema productivo vigente (Sistema Nasdaq que incluye también a DCV Digital) se basa en la cuantificación de los recursos necesarios para el desarrollo del sistema que acoge la operación sólo de los servicios del DCV, no así del SARA (sistema utilizado por la filial); por esto, no existen costos evitables en este componente. Así también, se excluye de este análisis la inversión necesaria para poner en marcha la empresa filial y, se ha excluido de este análisis los sistemas satélites vigentes para la operación de servicios que no están dentro del alcance del presente estudio. En cuanto al Servicio Internacional, el servicio se presta a través del sistema Nasdaq, en este caso, la mecánica de distribución del costo asociado al esfuerzo de prestar el servicio internacional a través del sistema productivo del DCV se abarca a través del modelo de unidades equivalentes, así, para ello -como se detalló en la sección 7 del presente- se determinó el esfuerzo asociado al citado servicio en términos de Unidades Equivalentes para luego, ajustar los costos con la deducción de los costos que sean absorbidos por el servicio internacional bajo esta mecánica.

8.1.6.6 Infraestructura Tecnológica

La infraestructura tecnológica para la inversión inicial ha sido estimada básicamente en dos grupos: la de carácter corporativo, es decir la infraestructura necesaria para soportar la prestación de los servicios, y la infraestructura de “escritorio”, es decir, aquella relacionada directamente con el equipamiento de las personas.
La inversión relacionada con el equipamiento de las personas fue depurada en su origen, ya que se eliminó aquella inversión relacionada con el personal de dedicación exclusiva a la sociedad filial, de forma tal que este componente no origina un costo evitable.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Los costos asociados a Infraestructura tecnológica de carácter corporativa están muy relacionados con la determinación de la inversión inicial ya que existe una relación entre componentes de inversión y OPEX vinculado con la mantención, soporte, suscripción u otros conceptos asociados a la continuidad de negocios. Por lo anterior y para implementar una mecánica de distribución de estos costos corrientes tecnológicos y de comunicaciones, se estableció el mismo modelo de distribución de la inversión inicial, esto es, el análisis detallado de nuestro inventario tecnológico realizado por las áreas de ingeniería del DCV, análisis tendiente a asociar componentes tecnológicos con el gasto corriente que originan y, en aquellos casos en que esta relación no exista, establecer un mecanismo de distribución complementario como lo es el asociado al uso en función a una definición técnica o el uso de algún driver.

8.1.6.7 Seguros

El origen del costo de seguros está radicado en la operación del DCV, donde incluso por ley se establecen los límites de cobertura que debe contratar la Empresa. Sin embargo, existe una porción de las primas que se ha extendido para incluir en las pólizas la operación de DCV Registros. Dicha porción es un costo registrado en la contabilidad de DCV Registros, por lo que, al igual que en el análisis de los costos corrientes de operación, la forma de proyectar en el DCV basada en una estructura contable hace que este costo no sea asignable a la filial, por lo cual es un costo que no se "evita". De esta forma, el 100% de la prima de seguro, para los efectos de este estudio, se considerarán en el costo del DCV.

8.1.7 Costos Conjuntos

El mecanismo de distribución de los costos conjuntos de la Empresa (entendiéndose éstos como el conjunto de costos totales factibles de ser distribuidos entre los servicios del DCV) es a través de las UE. Para distribuir los costos proyectados para el horizonte de tiempo en análisis, se utilizará la siguiente fórmula:

$$C_{AP} = C_{TP} \times \left[\frac{UE_{AP}}{UE_{TP}} \right]$$

Donde:

C_{AP} = corresponde al costo proyectado asignable al servicio A;
C_{TP} = corresponde al costo total proyectado a ser distribuido entre los servicios
UE_{AP} = corresponde a las Unidades Equivalentes proyectadas del servicio A y
UE_{TP} = corresponde a las unidades equivalentes proyectadas totales.

Mediante la aplicación de este criterio de distribución de costos es que se obtienen costos totales por servicio, costos unitarios de UE, y se sustenta el análisis de los costos medios para el horizonte de tiempo proyectado.

8.2 Proyección de Costos

Para los efectos del presente estudio se ha considerado como método de proyección de costos aquel basado en las proyecciones a 5 años que realiza la administración. Lo anterior basado en que no existe una adecuada relación histórica en el comportamiento del costo medio en función de las UE. Si bien este costo ha sido decreciente en función de la cantidad de UE, cabe destacar que producto de los cambios en el mercado y de las modificaciones de la estructura tecnológica y por tanto de los costos de la Empresa, hace que este tipo de proyecciones no sea considerado como válida desde el punto de vista metodológico.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Así entonces, para la proyección de los costos a que hace referencia el presente estudio, se utilizará el método del Presupuesto, que se basa en la lógica utilizada por la Empresa para la confección de su presupuesto anual, esto mediante la aplicación de parámetros objetivos que involucran la participación de los ejecutivos de cada área de la Empresa.

Cada partida de costos (de acuerdo con la estructura del plan de cuentas contable) es analizada y relacionada con parámetros coyunturales, comerciales, operacionales y estratégicos que permiten realizar una proyección.

En el siguiente cuadro se muestra la estructura de costos proyectados que resume el análisis realizado por la Administración:

	2025	2026	2027	2028	2029
Sueldos	210.618	212.014	212.314	212.481	214.382
Bonos	26.160	26.684	27.217	27.762	28.317
Finiquitos	4.846	1.905	1.904	1.923	1.942
Otros	31.972	32.408	32.473	32.545	32.662
1. Gastos del Personal	**273.596**	**273.010**	**273.908**	**274.711**	**277.303**
Seguros de la Operación	27.245	28.062	28.623	29.196	29.780
Mantención de Sistemas	70.750	72.812	74.934	77.119	79.368
Seguridad de la Información	32.684	34.318	36.034	37.476	38.975
Comunicaciones	13.240	13.637	14.046	14.468	14.902
Personal Externo de Explotación	3.476	3.511	3.441	3.372	3.304
Otros Gastos de Operación	5.877	6.000	6.126	6.256	6.389
2. Costos de la Operación	**153.272**	**158.340**	**163.205**	**167.885**	**172.717**
3. Total Costos de la Operación (1+2)	426.869	431.350	437.113	442.596	450.020
Edificios e Instalaciones	20.220	20.827	21.452	22.095	22.758
Seguros generales	6.640	6.773	6.976	7.185	7.329
Gastos de teleonía	297	306	315	325	335
Asesorías externas	20.488	16.798	16.701	16.660	16.614
Gobiernos Corporativos	12.909	13.038	13.168	13.300	13.433
Útiles de oficina y librería	689	709	731	752	775
Gastos de marketing	2.158	2.222	2.289	2.358	2.429
Patentes, impuestos y derechos	4.060	4.182	4.308	4.437	4.570
Reuniones, viajes y otros	2.721	2.775	2.817	2.873	2.916
Otros gastos generales	5.636	5.719	5.804	5.890	5.978
4. Total gastos de administración	75.817	73.350	74.560	75.876	77.136
COSTOS TOTALES (3+4)	502.686	504.700	511.673	518.472	527.156

8.2.1.1 Criterios de Proyección

a) Remuneraciones

La Proyección de las remuneraciones considera la estimación de la UF cuya base de cálculo es la meta inflacionaria del Banco Central (3%).

El análisis de las remuneraciones considera de manera implícita el análisis de la rotación y de las necesidades de contratación. Las proyecciones de personal de la empresa se estiman en alza de acuerdo con el siguiente cuadro:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

	2025	2026	2027	2028	2029
Personal de Administración	43	43	42	41	41
Personal de Auditoría y Riesgo	23	23	21	20	20
Personal de Operaciones	33	33	33	31	31
Personal Áreas de Proyectos	16	15	15	15	14
Personal de Sistemas y Arquitectura	16	16	15	15	15
Personal de Tecnología	25	25	25	25	25
Total	156	155	151	147	146
[-] Personal Evitable	29	29	29	29	28
Total sin Personal Evitable	127	126	122	118	118
Variación % anual		-0,8%	-3,2%	-3,3%	0,0%

De acuerdo con el cuadro anterior, se observa una disminución absoluta de la planta para el período, de un 7,1% y un crecimiento del gasto en remuneraciones del 1,8%, lo que tiene implícito un crecimiento real de remuneraciones aproximado de un 1,5% promedio anual y la disminución de la planta según se describe antes.

b) Otros costos

Cada uno de los costos ha sido proyectado utilizando como base la experiencia histórica de alza de costos en UF y la evidencia empírica administrando los principales ítems de costo. En general se ha estimado un crecimiento anual promedio de los costos de un 2,0% real (costos que no corresponden a gastos del personal). Sin embargo, algunos servicios contratados por la empresa, donde se sabe que se producirá un alza por los proyectos de infraestructura que se están llevando a cabo, presupuestan un costo en función del aumento del requerimiento que la Empresa le realizará al proveedor.

Como se aprecia en la siguiente tabla, la proyección de los costos (flujo) de la Empresa muestra una relación constante y uniforme en relación con lo ocurrido en los últimos 5 años:

	Histórico					Proyección					Promedio	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	20/24	25/29
Gastos del Personal	65,5%	59,3%	58,1%	55,4%	57,0%	54,4%	54,1%	53,5%	53,0%	52,6%	59,1%	53,5%
Otros gastos corrientes	23,2%	28,9%	30,8%	33,2%	32,8%	34,8%	35,7%	36,2%	36,8%	37,2%	29,8%	36,1%
Seguros	5,4%	6,1%	6,8%	6,2%	6,3%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	6,2%	6,9%
Asesorías	5,9%	5,7%	4,3%	5,1%	3,9%	4,1%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	5,0%	3,4%

Si bien se observa una variación en los promedios proporcionales históricos y proyectados, este se explica básicamente por dos elementos, el primero, es la disminución del *headcount* en el DCV y el aumento de algunos costos asociados al mantenimiento de las infraestructuras tecnológicas corporativas y de ciberseguridad, también, a la mantención del sistema productivo implementado a finales de 2022.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

9. Estructura Tarifaria y Mecanismos de Ajuste

9.1 Metodología de cálculo de las tarifas

El modelo de determinación de tarifas consiste en la búsqueda del nivel de ingresos total necesario para que los accionistas obtengan la rentabilidad exigida considerando la inversión inicial requerida y los costos totales proyectados.

La búsqueda del vector de ingresos que cubra todos los costos de la empresa, inversiones y reinversiones, implica que este vector haga que el valor actual de los flujos netos futuros, descontado al costo de capital de la empresa, sea igual a 0 (cero).

Esto se representa a través de la siguiente fórmula:

$$\sum_{i=1}^{n} \frac{(Y_i - C_i)(1-T) - I_i + T \cdot Dep_i}{(1+wacc)^i} + Valor\ residual\ a\ valor\ presente - Inversión_0$$

Dónde:

n = corresponde al horizonte de tiempo a considerar;
Y_i = corresponde a los Ingresos por ventas del año i,
C_i = corresponde a los Costos – desembolso en flujo de caja, no se ha rebajado la depreciación
$Inversión_o$ = corresponde a la Inversión inicial;
Dep_i = es la depreciación tributaria del período i;
Ii = Reinversión periodo i
T = es la tasa de impuesto de largo plazo y
WACC = corresponde a la tasa de costo de capital promedio ponderado.

El nivel de ingreso así determinado, el cual hace que el VAN del proyecto sea igual a cero, requiere de un mecanismo de distribución entre los distintos servicios que el DCV presta. Así, el inductor utilizado para esto corresponde a las UE proyectadas (ver sección UE). Dicha distribución se obtiene de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$YS1i = YTi \times \frac{UES1i}{UETi}$$

Donde:

YS_{1i} corresponde a los ingresos del servicio 1 del período i;
YT_i son los ingresos totales del período i;
UE_{1i} son las unidades equivalentes del servicio 1 del período i y,
UET_i corresponde a las unidades equivalentes totales del período i

Así entonces, las tarifas así determinadas corresponden a las tarifas de equilibrio.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

9.2 Estructura de Tarifas Vigente

La estructura tarifaria del DCV se ha mantenido, en términos generales, sin alteraciones relevantes desde el inicio de las operaciones de la Empresa, incorporando ajustes asociados a nuevos servicios o por variaciones en los servicios existentes. En estos casos, el proceso de determinación tarifaria ha considerado la dinámica del mercado al que se dirige cada servicio, la lógica de negocio, los márgenes asociados y los costos de producción involucrados.

La estructura tarifaria vigente se presenta a continuación y forma parte del Reglamento Interno de la empresa, aprobado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Como se aprecia más adelante, y en línea con lo señalado previamente, la estructura actual de tarifas refleja la naturaleza específica de las operaciones realizadas por los clientes del DCV. Muchas de las tarifas se diferencian en función del mercado al que pertenece el instrumento mantenido en custodia, negociado o transferido, lo cual es relevante, ya que las tarifas deben ajustarse a los distintos tipos de negocio, considerando que los servicios del DCV forman parte integral de la cadena de valor.

Si bien el DCV ha considerado los costos como una base en la determinación de las tarifas, también ha procurado que estas se adecuen al tipo de negocio y a las condiciones del mercado, razón por la cual los precios son diferenciados por tipo de mercado e instrumento.

En el caso de los nuevos servicios, la determinación tarifaria se define considerando la forma de operación y/o prestación, los agentes económicos involucrados, los costos asociados a la prestación de los servicios y los volúmenes proyectados. Con esta información, se presenta una propuesta tarifaria al mercado, la cual es aprobada por el Directorio del DCV y posteriormente incorporada al Reglamento Interno, previa autorización del ente regulador (CMF).

Hasta el año 2024, la estructura tarifaria del DCV incluía descuentos diferenciados por tarifa (servicio), y en años anteriores también se aplicaron descuentos comerciales generales sobre el total facturado mensualmente, estos descuentos fueron aplicados y determinados en función a la rentabilidad esperada de la Empresa y, además, esta política de otorgar descuentos a los clientes ha actuado como un elemento de reducción de riesgo para la empresa, ya que, en un año de menores volúmenes a los esperados, el DCV puede reducir los descuentos en las tarifas y cubrir sus costos totales.

Sin embargo, durante el año 2025, la Comisión para el Mercado Financiero aprobó una modificación al Reglamento Interno del DCV que permitió incorporar dichos descuentos de manera estructural dentro de las tarifas base. Como resultado, en la actualidad, las tarifas ya reflejan estos ajustes y, por tanto, en la actualidad no existen descuentos vigentes.

Lo antes expuesto no excluye la opción que -en el futuro- por condiciones de rentabilidad y de riesgo, esta práctica pueda ser incorporada nuevamente.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

La estructura tarifaria vigente se presenta a continuación, y esta es parte del reglamento Interno de la empresa:

		TARIFAS					
Ámbito Tarifa	**Tarifa**	**Tramo 1**	**Tramo 2**	**Tramo 3**	**Tramo 4**	**Base Tarifa**	**Base de cálculo**
Custodia	Custodia Instrumentos de Renta Fija	0,01027%	0,00936%	0,00648%	0,00422%	Anual	Monto promedio mensual en custodia
	Custodia Instrumentos de Intermediación Financiera	0,00273%	0,00182%	0,00137%	-	Anual	Monto promedio mensual en custodia
	Custodia Instrumentos de Renta variable	0,00188%	-	-	-	Anual	Monto promedio mensual en custodia
	Custodia IRF Mandantes	0,01027%	0,00936%	0,00648%	0,00422%	Anual	Monto promedio mensual en custodia
	Custodia IIF Mandantes	0,00273%	0,00182%	0,00137%	-	Anual	Monto promedio mensual en custodia
	Custodia IRV Mandantes	0,00188%	-	-	-	Anual	Monto promedio mensual en custodia
	Saldo de Títulos en Inventario	0,001 UF	-	-	-	Anual	Monto promedio mensual en custodia
Operaciones	Registros de compraventas IIF	0,070096	0,03594	0,02396	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de compraventas IRV Mercado Bursátil	0,00960%	0,00384%	0,00192%	0,00096%	Mensual	Monto transado
	Registros de compraventas IRF	0,070096	0,03594	0,02396	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de compraventas IRV Mercado Extra Bursátil	0,048	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de Tansferencias IRF - IIF	0,06505	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de compraventas IRV Mandantes	0,048	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de Tansferencias Operaciones Cámara	0,048	0,0336	0,0096	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de compraventas IRV Banco Depositante	0,288	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de Tansferencias IRV	0,04224	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Pactos	0,02 UF	0,01 UF	0,005 UF	-	Mensual	Número de operaciones
	Registro de Traspasos	0,005	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registro de Traspasos Mandantes	0,005	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de compraventas IIF Mandantes	0,070096	0,03594	0,02396	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de compraventas IRF Mandantes	0,070096	0,03594	0,02396	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de Tansferencias IRF - IIF Mandantes	0,06505	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
	Registros de Tansferencias IRV Mandantes	0,04224	-	-	-	Mensual	Número de operaciones
Depósito de Valores Desmaterializados	Depósito de Depósitos a Plazo	0,022	-	-	-	Mensual	Número de títulos
	Depósitos de Letras de Crédito	0,0080%	-	-	-	Mensual	Valor Nominal depositado
	Depósitos de Bonos	0,00001	-	-	-	Mensual	Valor Nominal depositado
	Depósito de valores emitidos por el BCCH	0,0005000%	0,0003250%	0,0001750%	-	Mensual	Valor Nominal depositado
	Depósito de otros valores	0,0010%	-	-	-	Mensual	Valor Nominal depositado
Cobros Generales	Cuota mensual fija	13,6 UF				Mensual	Contrato de depósito vigente
	Mantención Cuentas Mandantes	1,4250 UF				Mensual	Número de cuentas
	Mantención Cuentas Adicionales	1,4250 UF				Mensual	Número de cuentas
	Contrato de Depósitos	360 UF	-	-	-	Una vez	Por apertura de contrato
Administración de Valores	Administración de Valores	0,0546	-	-	-	Mensual	Gestiones de cobro
	Administración de Valores Mandantes	0,0546	-	-	-	Mensual	Gestiones de cobro
Informes	Valorización especial de carteras	10 UF	-	-	-	Mensual	Depositantes con control de límites
	Certificados de posición	0,02 UF	-	-	-	Mensual	Número de certificados
Retiros	Retiro de valores de IRV	0,060 UF	-	-	-	Mensual	Número de títulos
	Retiro de valores de IRF - IIF	0,250 UF	-	-	-	Mensual	Número de títulos
	Retiro de valores de IRV Mandantes	0,060 UF	-	-	-	Mensual	Número de títulos

En el anexo 4, se presenta el detalle de las tarifas vigentes de la empresa, señalando de forma precisa el mecanismo de funcionamiento de estas.

Sin considerar los cobros generales fijos y con la estructura actual de tarifas, los ingresos netos de descuento de la empresa se descomponen de la siguiente manera (con base en el año terminado en 2024):

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

		INGRESOS	
Ámbito Tarifa	**Tarifa**	**% sobre ámbito**	**% sobre total**
Custodia	Custodia Instrumentos de Renta Fija	64,5%	42,6%
	Custodia Instrumentos de Intermediación Financiera	6,0%	4,0%
	Custodia Instrumentos de Renta variable	9,0%	5,9%
	Custodia IRF Mandantes	13,4%	8,8%
	Custodia IIF Mandantes	3,9%	2,6%
	Custodia IRV Mandantes	3,3%	2,2%
Total, Custodia		**100,0%**	**66,0%**
Operaciones	Registros de compraventas IIF	10,6%	2,2%
	Registros de compraventas IRV Mercado Bursátil	15,9%	3,3%
	Registros de compraventas IRF	12,4%	2,6%
	Registros de compraventas IRV Mercado Extra Bursátil	24,9%	5,2%
	Registros de Tansferencias IRF - IIF	8,0%	1,7%
	Registros de compraventas IRV Mandantes	7,1%	1,5%
	Registros de Tansferencias Operaciones Cámara	1,7%	0,3%
	Registros de Tansferencias IRV	5,7%	1,2%
	Pactos	0,2%	0,0%
	Registro de Traspasos	7,1%	1,5%
	Registro de Traspasos Mandantes	0,8%	0,2%
	Registros de compraventas IIF Mandantes	0,7%	0,1%
	Registros de compraventas IRF Mandantes	1,2%	0,3%
	Registros de Tansferencias IRF - IIF Mandantes	1,1%	0,2%
	Registros de Tansferencias IRV Mandantes	2,7%	0,6%
Total, Operaciones		**100,0%**	**20,7%**
Depósito de Valores Desmaterializados	Depósito de Depósitos a Plazo	4,9%	0,6%
	Depósitos de Letras de Crédito	0,0%	0,0%
	Depósitos de Bonos	14,4%	1,7%
	Depósito de valores emitidos por el BCCH	76,8%	8,8%
	Depósito de otros valores	3,9%	0,4%
Total, Dep. Desmaterializados		**100,0%**	**11,5%**
Administración de Valores	Administración de Valores	52,4%	0,9%
	Administración de Valores Mandantes	47,6%	0,9%
Total, Administración de Valores		**100,0%**	**1,8%**

9.3 Horizonte de tiempo y perpetuidad

Todas las proyecciones utilizadas en el presente estudio están hechas sobre un horizonte de tiempo de 5 años, ya que proyectar los volúmenes del mercado a más de este periodo puede resultar en una estimación poco representativa y con un mayor nivel de incertidumbre, además de contar con errores de estimación que podrían afectar significativamente la determinación de la tarifa de la UE. Así entonces, como ya se ha mencionado, el uso de una tasa de crecimiento a perpetuidad (g) incorporada dentro de la determinación del valor residual, que se explica en el punto 9,4 siguiente, representa la proyección de las estimaciones a futuro con la determinación de un flujo definido bajo un horizonte de tiempo con mayor predictibilidad.

Por lo anterior, se ha optado por utilizar un horizonte de evaluación de 5 años, y determinar un valor residual en el año 5.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

9.4 Determinación del Valor Residual

La tasa de perpetuidad, en esta versión del Estudio de Tarifas fue determinada por los asesores de ECONSULT. La tasa de perpetuidad corresponde a la tasa de crecimiento que tendrían los flujos perpetuos y es utilizada en el Estudio Tarifario para estimar el Valor Residual del DCV.

$$\text{Valor Residual} = \frac{((Y_5 - C_5)\,(1\text{-}T) + (Dep_5 \cdot T - I_5) \cdot (1+g)}{(wacc - g)}$$

El Banco Central actualiza una vez al año el crecimiento del PIB tendencial de Chile. En su IPoM de septiembre 2024, el Banco Central actualizó dicho crecimiento a 1,8% para el periodo 2030 – 2034. Dicha cifra es la idónea para la tasa de perpetuidad del DCV, dado que ésta se utiliza para los flujos del DCV a partir del año 2030.

(Para mayor detalle relativo al valor residual y a la tasa de crecimiento ver el anexo 5)

9.5 Metodología de ajuste (políticas de descuento)

9.5.1 Análisis Histórico

La empresa, durante su historia ha desarrollado dos esquemas de descuentos.

a. **Diferenciados:** Es decir aquellos que aplican de forma específica de acuerdo con el tipo de servicio que se trate. Este tipo de descuento busca alinear los costos asociados a la prestación del servicio con los ingresos que se generan, para así buscar en el mediano plazo un margen equivalente en cada uno de los servicios de la empresa. Este tipo de descuento se empezó a utilizar en el año 2006 y, en el año 2025 dejó de ser aplicado producto de que dichos descuentos, previa autorización de la CMF, fueron traspasados directamente a las tarifas sobre las cuales operaban.

b. **Global sobre la factura del respectivo mes:** Este descuento aplicó sobre la factura del respectivo mes una vez realizado el descuento diferenciado. Este tipo de descuento se utilizó a partir del año 2004 y hasta el 2020, luego, los descuentos globales fueron integrados a la mecánica de descuentos diferenciados.

Estos descuentos fueron determinados en función a la rentabilidad esperada de la Empresa y, además, esta política de otorgar descuentos a los clientes ha actuado como un elemento de reducción de riesgo para la empresa, ya que, en un año de menores volúmenes a los esperados, el DCV puede reducir los descuentos en las tarifas y cubrir sus costos totales.

Sin embargo, esta práctica fue eliminada ya que, previa autorización de la CMF, durante el año 2025 estos descuentos fueron incorporados en las tarifas bases de cada servicio sobre el cual operaban, por esto, en el presente estudio no se considera este elemento en la determinación del costo de capital, por tanto, no inciden en la determinación del valor de la UE.

Lo antes expuesto no excluye la opción que -en el futuro- por condiciones de rentabilidad y de riesgo, esta práctica pueda ser incorporada nuevamente por lo que formaría parte nuevamente de los elementos del presente estudio, en particular, de la estructura de tarifas y de la tasa de costo de capital.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

9.6 Valor diferenciado de la UE

Existe una relación entre el factor de capacidad, que se justifica en la necesidad de contar con una infraestructura tecnológica capaz de mantener la continuidad operacional (Ver Sección 7.2), y los servicios que justifican dicha necesidad de capacidad, esto por su condición de volatilidad para absorber incrementos potenciales de demanda en la prestación. Esta relación impacta directamente a la inversión inicial, ya que la infraestructura requerida debe atender este atributo de volatilidad de los servicios de manera tal que sea capaz de asegurar la continuidad de la operación de la empresa frente a escenarios de borde (aumentos significativos e inesperados del volumen de operaciones o de la demanda de algún servicio transaccional) en el uso de los recursos tecnológicos, esto a través de la sobre inversión de los componentes que se requieran. No todos los servicios están sujetos a la misma volatilidad, por lo cual no todos explican la necesidad de un factor adicional de capacidad instalada.

El método de fijación tarifaria incorpora lo antes descrito a través de la determinación de dos tarifas (valor de la UE); una para los ***servicios que están afectos a volatilidad*** y que por tanto deben recibir la inversión asociada al factor delta, pues la causan; y una para los ***servicios con menor volatilidad*** en la demanda y que por tanto no deberían recibir esa inversión adicional, pues no la causan.

La mecánica incorpora procesos previos a la definición del valor diferenciado de la UE, esto dependiendo del servicio que las origine. A continuación, el desarrollo de cada uno de los elementos impactados:

- Clasificación de la Inversión Inicial: la inversión inicial determinada en la sección 6.3 del presente estudio, es analizada para determinar qué proporción de esta es destinada a atender la volatilidad de los servicios del DCV, esto es, cuál es la inversión afecta directamente con el factor de capacidad. El resultado de dicha evaluación es el siguiente:

Ítems de Inversión	Total	Afecto a Factor	
		Si	No
Software y Hardware Corporativo	91.470	85.969	5.501
Software y Hardware de Personas	18.764		18.764
Instalaciones	90.201		90.201
Desarrollo de Sistemas DCV	349.536		349.536
Otros Activos	4.321		4.321
Capital de Trabajo	51.810		51.810
CPSS-IOSCO-Reserva operacional (6 meses)	235.121		235.121
TOTAL INVERSIONES	**841.223**	**85.969**	**755.254**

Cómo se aprecia en la tabla, el 10,22% de la inversión inicial está directamente relacionada con la capacidad de procesamiento y almacenamiento tecnológico, lo que se representa en el ítem de software y hardware corporativo.

La reinversión proyectada en base a lo descrito en la sección 6.2 del presente adhiere al mismo criterio de distribución.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Clasificación de los Servicios: los servicios que presta el DCV cuentan con atributos de mayor o menor afectación a volatilidad de volúmenes operacionales, donde en general los servicios transaccionales (registro de operaciones) son más volátiles, que los servicios de custodia, por lo que la distribución de los servicios, atendiendo a esta condición potencial de la demanda es la siguiente:

Servicios no afectos a volatilidad:
- Custodia de valores
- Administración de valores

Servicios afectos a volatilidad:
- Registro de compraventas
- Registro de transferencias
- Registros de traspasos
- Depósitos desmateriales

La condición de volatilidad se determina en función a la variación histórica que presentan los servicios y en cuanto a la necesidad de la empresa de absorber *peaks* de demanda para mantener la continuidad de negocios de sus servicios y del mercado. En este sentido, la capacidad de predecir la demanda frente a cambios del escenario económico es clave a la hora de determinar qué servicios están afectos a esta condición y cuáles no.

Distribución de las UE: el actual modelo de determinación de la tarifa se basa en el desarrollo del flujo de caja que reúne los elementos de tasa de costos de capital, inversión, costos y otros necesarios para determinar el valor de la UE que hace que el VAN de la evaluación sea igual a cero. La implementación de la mejora descrita requiere de la distribución de las UE dependiendo del origen de los servicios que las generan, esto en base a su clasificación de servicios afectos o no afectos a volatilidad dado que se determinarán flujos independientes atendiendo a dicho criterio. La distribución de UE proyectadas se observa en el siguiente cuadro:

		2025	2026	2027	2028	2029
No afecto a volatilidad		205.558.197	198.393.632	191.386.187	184.351.901	187.786.656
	%	64,8%	65,0%	63,5%	62,0%	62,4%
Afecto a volatilidad		111.477.030	106.595.424	110.131.857	112.925.838	113.036.920
	%	35,2%	35,0%	36,5%	38,0%	37,6%

Distribución de los costos: tal como se describe en la sección 8.1.5 del presente documento, la determinación de dos valores diferenciados de UE implica la incorporación de un criterio de distribución de los costos totales proyectados, esto porque el modelo de determinación del valor de la UE requiere de una estructura, tanto de ingresos como de costos, donde el mecanismo de distribución más consistente en este proceso corresponde a la cantidad de UE que se originan en cada servicio, estableciéndose una proporción de UE para los servicio afectos y no afectos a volatilidad. Por otra parte, cabe destacar que las UE del Servicio de Custodia tienen dos fuentes en su origen, las UE directas de Custodia las cuales no dependen del volumen de actividad y las UE recibidas desde otros servicios, que sí dependen de la volatilidad de la demanda de ellos. Los criterios de asignación son los descritos en la tabla de UE detallada en el punto anterior.

Con todo, y considerando que el factor de capacidad corresponde a 3x (3 veces), un tercio de la inversión inicial se reparte a todos los servicios en proporción a las UE (porque

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

factor de capacidad es igual a uno, es decir, la inversión necesaria que no considera sobrecapacidad), y dos tercios de la inversión inicial se asigna a los servicios que causan la necesidad de agregar este factor delta (esto atendiendo a su condición de volatilidad en el nivel de actividad), también en proporción a las UE.

La determinación de la inversión inicial que corresponde a los servicios no afectos a volatilidad y los afectos a volatilidad corresponde a un 56,62% y a un 43,38% respectivamente, estos porcentajes se desprenden de la clasificación de inversión inicial presentada antes (10,22% y 89,78%), de la aplicación de la regla de los dos tercios y un tercio descrita en el párrafo anterior, y de la proporción de unidades equivalentes que le corresponde a cada tipo de servicio, afecto y no afecto a volatilidad.

De este modo, la mejora incorporada al modelo mantiene la asignación de la inversión en base a unidades equivalentes y la mejora metodológica consiste en que la sobre-capacidad se asigna exclusivamente a los servicios que, por su mayor volatilidad, generan la necesidad de sobre invertir en capacidad para responder adecuadamente en caso de fluctuaciones inesperadas y significativas en la demanda por los servicios del DCV, y que por cierto son necesarias para la adecuada prestación del servicio. Cabe destacar que, dado que las fluctuaciones son inesperadas, se ha determinado que al menos la empresa debe ser capaz de procesar 3 veces su capacidad normal, y así administrar el riesgo asociado a la volatilidad de las operaciones.

Tal como se ha detallado, el resultado de la implementación de la mejora determina dos valores de la UE, para esto es necesario estructurar flujos independientes que obedecen a los mecanismos de distribución antes detallados. En los capítulos siguientes se detalla la conformación y los resultados de los flujos diferenciados de acuerdo con la distribución de la inversión inicial, la reinversión y también de los costos proyectados.

9.7 Determinación de la proyección tarifaria (precio de la UE)

Con todo lo antes definido, es decir la inversión inicial y las reinversiones, el valor residual en el año 5, estructura de costos, tasa de costo de capital y mejora basada en la afectación de los servicios a la condición de volatilidad, debemos encontrar los valores de las UE que hacen que el VAN de cada flujo, descontados a la tasa de costo de capital definido, sea 0 (cero).

Ejecutado el modelo, encontramos que el valor de cada UE de los servicios no afectos a volatilidad es de 0,00190601UF y el valor de cada UE de los servicios afectos a volatilidad es de 0,00192270 UF, de acuerdo con el siguiente detalle:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

A continuación, se muestra el flujo para la determinación de la tarifa de los **servicios no afectos a volatilidad**:

Tasa de descuento =	**9,17%**					
Tasa de perpetuidad (WACC - g) =	**7,37%**					
Tasa de Crecimiento g =	**1,8%**					
	Inv. Inicial	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
	0	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
INGRESOS		**431.905**	**418.911**	**405.095**	**391.282**	**398.628**
Unidades Equivalentes		***205.558.197***	***198.393.632***	***191.386.187***	***184.351.901***	***187.786.656***
Precio UE		***0,00190601***	***0,00190601***	***0,00190601***	***0,00190601***	***0,00190601***
Ingreso Servicios DCV		**391.796**	**378.141**	**364.784**	**351.377**	**357.924**
Cobros fijos		**40.109**	**40.771**	**40.310**	**39.905**	**40.704**
COSTOS TOTALES		**(325.930)**	**(328.304)**	**(324.780)**	**(321.522)**	**(329.073)**
Costos de la operación		**(276.772)**	**(280.591)**	**(277.454)**	**(274.469)**	**(280.921)**
Gastos del Personal		**(177.393)**	**(177.591)**	**(173.861)**	**(170.357)**	**(173.104)**
Seguros de la operación		(17.665)	(18.254)	(18.168)	(18.105)	(18.590)
Mantención de Sistemas		(67.064)	(69.687)	(70.436)	(71.064)	(73.874)
Comunicaciones		(8.585)	(8.871)	(8.916)	(8.972)	(9.302)
Otros gastos de operación		(2.254)	(2.284)	(2.184)	(2.091)	(2.063)
Personal externo de explotación		(3.811)	(3.903)	(3.889)	(3.880)	(3.988)
Gastos de administración		**(49.158)**	**(47.714)**	**(47.326)**	**(47.053)**	**(48.152)**
Edificios e instalaciones		(13.110)	(13.548)	(13.616)	(13.702)	(14.207)
Seguros generales		(4.305)	(4.406)	(4.428)	(4.456)	(4.575)
Gastos de telefonía		(193)	(199)	(200)	(201)	(209)
Asesorías externas		(13.284)	(10.927)	(10.601)	(10.332)	(10.371)
Gobiernos Corporativos		(8.370)	(8.481)	(8.358)	(8.248)	(8.385)
Utiles de oficina y librería		(446)	(461)	(464)	(467)	(484)
Gastos de marketing		(1.399)	(1.446)	(1.453)	(1.462)	(1.516)
Patentes, impuestos y derechos		(2.633)	(2.720)	(2.734)	(2.751)	(2.853)
Reuniones, viajes y otros		(1.764)	(1.805)	(1.788)	(1.782)	(1.820)
Otros gastos generales		(3.654)	(3.720)	(3.684)	(3.653)	(3.732)
+ Costos Evitables		**18.720**	**19.330**	**19.145**	**18.985**	**19.398**
DCV Registros		13.706	14.225	14.088	13.971	14.274
Custodia Internacional		5.014	5.106	5.057	5.015	5.124
RESULTADO ANTES DE DEPRECIACIONES		**124.695**	**109.938**	**99.459**	**88.745**	**88.952**
DEPRECIACIONES		**(46.659)**	**(46.659)**	**(46.659)**	**(46.659)**	**(46.659)**
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		**78.036**	**63.278**	**52.800**	**42.086**	**42.293**
Impuestos		**(21.070)**	**(17.085)**	**(14.256)**	**(11.363)**	**(11.419)**
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS		**56.967**	**46.193**	**38.544**	**30.723**	**30.874**
Depreciaciones		**46.659**	**46.659**	**46.659**	**46.659**	**46.659**
INVERSIÓN	**(437.943)**					
Inversión Inicial	(313.813)	0	0	0	0	0
Inversión en Capital de Trabajo + IOSCO	(162.447)	0	1.087	313	383	(320)
[+] Cuota de Incorporación	38.317	0	0	0	0	0
Reinversión		(46.659)	(46.659)	(46.659)	(46.659)	(46.659)
FLUJO DE CAJA s/Valor Residual	**(437.943)**	**56.967**	**47.280**	**38.857**	**31.106**	**30.554**
VALOR RESIDUAL						**425.846**
FLUJO DE CAJA C/Valor Residual	**(437.943)**	**56.967**	**47.280**	**38.857**	**31.106**	**456.400**

VAN :	**0**
TIR :	**9,17%**
Precio UE :	**0,00190601 UF**

Con este valor, el valor residual considerado en el año 5 es de 425.846 UF.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

A continuación, se muestra el flujo para la determinación de la tarifa de **los servicios afectos a volatilidad**:

Tasa de descuento =	**9,17%**	ok
Tasa de perpetuidad (WACC - g) =	**7,37%**	ok
Tasa de Crecimiento g =	**1,8%**	ok

	Inv. Inicial	2025	2026	2027	2028	2029
	0	1	2	3	4	5
INGRESOS		**236.088**	**226.857**	**234.947**	**241.566**	**241.837**
Unidades Equivalentes		***111.477.030***	***106.595.424***	***110.131.857***	***112.925.838***	***113.036.920***
Precio UE		***0,00192270***	***0,00192270***	***0,00192270***	***0,00192270***	***0,00192270***
Ingreso Servicios DCV		**214.337**	**204.951**	**211.750**	**217.122**	**217.336**
Cobros fijos		**21.751**	**21.906**	**23.196**	**24.444**	**24.502**
COSTOS TOTALES		**(176.756)**	**(176.395)**	**(186.893)**	**(196.950)**	**(198.083)**
Costos de la operación		**(150.097)**	**(150.759)**	**(159.659)**	**(168.127)**	**(169.099)**
Gastos del Personal		**(96.203)**	**(95.419)**	**(100.047)**	**(104.353)**	**(104.199)**
Seguros de la operación		(9.580)	(9.808)	(10.455)	(11.090)	(11.190)
Mantención de Sistemas		(36.370)	(37.443)	(40.532)	(43.530)	(44.468)
Comunicaciones		(4.656)	(4.766)	(5.131)	(5.496)	(5.599)
Otros gastos de operación		(1.222)	(1.227)	(1.257)	(1.281)	(1.242)
Personal externo de explotación		(2.067)	(2.097)	(2.238)	(2.376)	(2.401)
Gastos de administración		**(26.659)**	**(25.636)**	**(27.234)**	**(28.823)**	**(28.985)**
Edificios e instalaciones		(7.110)	(7.279)	(7.835)	(8.393)	(8.552)
Seguros generales		(2.335)	(2.367)	(2.548)	(2.729)	(2.754)
Gastos de telefonía		(105)	(107)	(115)	(123)	(126)
Asesorías externas		(7.204)	(5.871)	(6.100)	(6.329)	(6.243)
Gobiernos Corporativos		(4.539)	(4.557)	(4.810)	(5.052)	(5.047)
Utiles de oficina y librería		(242)	(248)	(267)	(286)	(291)
Gastos de marketing		(759)	(777)	(836)	(896)	(913)
Patentes, impuestos y derechos		(1.428)	(1.462)	(1.573)	(1.685)	(1.717)
Reuniones, viajes y otros		(957)	(970)	(1.029)	(1.091)	(1.096)
Otros gastos generales		(1.982)	(1.999)	(2.120)	(2.237)	(2.246)
+ Costos Evitables		**10.152**	**10.386**	**11.017**	**11.630**	**11.676**
DCV Registros		7.433	7.643	8.107	8.558	8.592
Custodia Internacional		2.719	2.743	2.910	3.072	3.084
RESULTADO ANTES DE DEPRECIACIONES		**69.484**	**60.847**	**59.071**	**56.246**	**55.430**
DEPRECIACIONES		**(21.492)**	**(21.492)**	**(21.492)**	**(21.492)**	**(21.492)**
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		**47.992**	**39.355**	**37.579**	**34.753**	**33.938**
Impuestos		**(12.958)**	**(10.626)**	**(10.146)**	**(9.383)**	**(9.163)**
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS		**35.034**	**28.729**	**27.432**	**25.370**	**24.775**
Depreciaciones		**21.492**	**21.492**	**21.492**	**21.492**	**21.492**
INVERSIÓN	**(335.601)**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Inversión Inicial	(240.479)	0	0	0	0	0
Inversión en Capital de Trabajo + IOSCO	(124.485)	0	833	240	293	(245)
[+] Cuota de Incorporación	29.363	0	0	0	0	0
Reinversión		(21.492)	(21.492)	(21.492)	(21.492)	(21.492)
FLUJO DE CAJA s/Valor Residual	**(335.601)**	**35.034**	**29.562**	**27.672**	**25.663**	**24.530**
VALOR RESIDUAL						**346.651**
FLUJO DE CAJA C/Valor Residual	**(335.601)**	**35.034**	**29.562**	**27.672**	**25.663**	**371.180**

VAN :	**0**
TIR :	**9,17%**
Precio UE :	**0,00192270 UF**

Con este valor, el valor residual considerado en el año 5 es de 346.651 UF.

Definido los dos valores de la UE, a continuación, se presenta un análisis comparativo por categoría de servicios de los ingresos de la empresa a valores de las tarifas vigentes y al valor de la UE definida anteriormente (basado en costos), esto para todos los períodos proyectados:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Análisis Comparativo de Ingresos

(Tarifas basadas en UE vs. Tarifas vigentes)
Cifras en UF

A continuación, se presentan los resultados que establecen la comparación de los márgenes de servicio, esto, a través de los ingresos teóricos obtenidos a través de la mecánica de UEs y, por otro lado, los ingresos determinados a través de las tarifas vigentes:

Período 1 - 2025	Ingresos a Valor UE	Ingresos Tarifas Vigentes	Variación	
			UF	%
Custodia de valores	368.918	391.287	-22.369	-5,72%
Registro de compraventas	107.627	110.696	-3.069	-2,77%
Registro de traspasos	19.049	8.719	10.330	118,48%
Registro de transferencias	10.966	16.481	-5.515	-33,46%
Administración de valores	22.879	10.481	12.398	118,29%
Depósitos desmaterializados	75.579	95.398	-19.820	-20,78%
Préndas	1.117	3.874	-2.757	-71,17%
Total	**606.133**	**636.935**	**-30.803**	**-4,84%**

Período 2 - 2026	Ingresos a Valor UE	Ingresos Tarifas Vigentes	Variación	
			UF	%
Custodia de valores	354.866	402.852	-47.985	-11,91%
Registro de compraventas	115.358	115.562	-204	-0,18%
Registro de traspasos	19.047	8.718	10.329	118,48%
Registro de transferencias	11.000	17.042	-6.042	-35,45%
Administración de valores	23.274	10.663	12.612	118,28%
Depósitos desmaterializados	58.412	75.332	-16.921	-22,46%
Préndas	1.135	3.948	-2.813	-71,26%
Total	**583.091**	**634.117**	**-51.025**	**-8,05%**

Período 3 - 2027	Ingresos a Valor UE	Ingresos Tarifas Vigentes	Variación	
			UF	%
Custodia de valores	341.126	413.637	-72.511	-17,53%
Registro de compraventas	125.765	120.528	5.237	4,35%
Registro de traspasos	18.975	8.685	10.290	118,48%
Registro de transferencias	11.820	18.796	-6.976	-37,11%
Administración de valores	23.658	10.839	12.820	118,28%
Depósitos desmaterializados	54.037	65.680	-11.643	-17,73%
Préndas	1.153	4.025	-2.872	-71,36%
Total	**576.535**	**642.189**	**-65.654**	**-10,22%**

Período 4 - 2028	Ingresos a Valor UE	Ingresos Tarifas Vigentes	Variación	
			UF	%
Custodia de valores	327.339	425.515	-98.176	-23,07%
Registro de compraventas	132.839	123.678	9.161	7,41%
Registro de traspasos	18.994	8.694	10.300	118,48%
Registro de transferencias	12.317	19.808	-7.491	-37,82%
Administración de valores	24.038	11.012	13.025	118,28%
Depósitos desmaterializados	51.800	60.617	-8.817	-14,55%
Préndas	1.172	4.105	-2.933	-71,45%
Total	**568.499**	**653.429**	**-84.930**	**-13,00%**

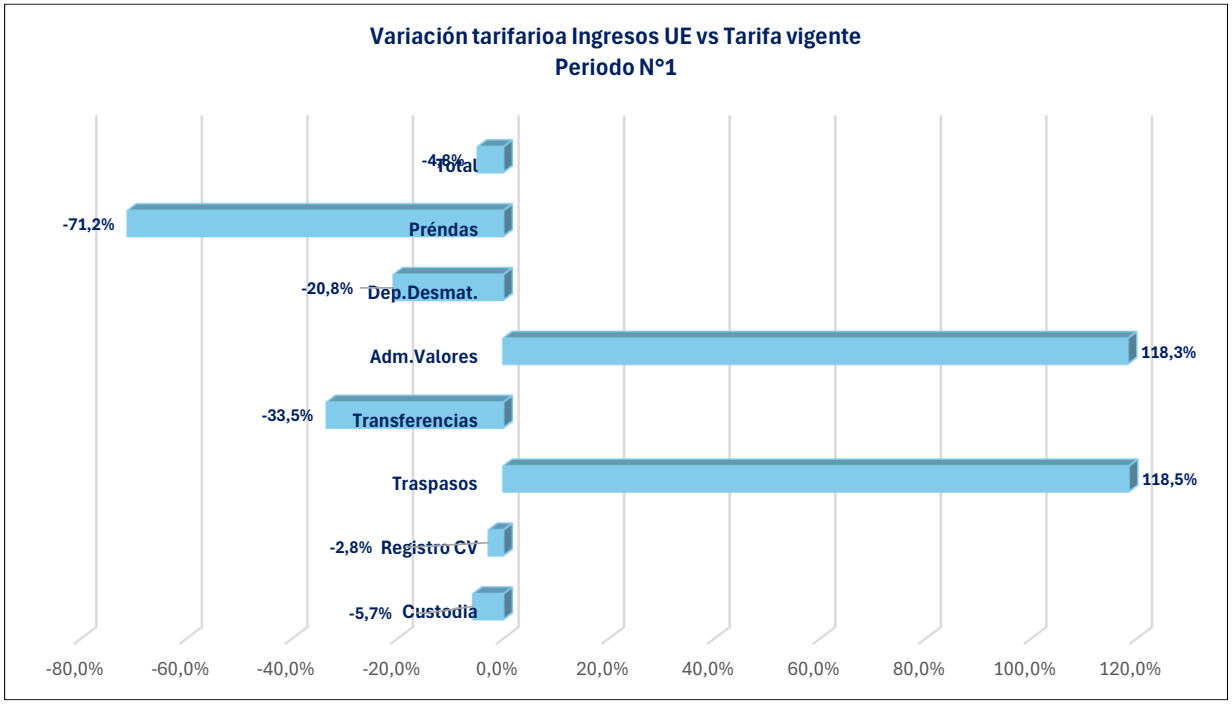
Período 5 - 2029	Ingresos a Valor UE	Ingresos Tarifas Vigentes	Variación	
			UF	%
Custodia de valores	334.036	426.125	-92.090	-21,61%
Registro de compraventas	135.775	124.734	11.041	8,85%
Registro de traspasos	18.988	8.691	10.297	118,48%
Registro de transferencias	12.524	20.247	-7.723	-38,14%
Administración de valores	23.888	10.944	12.944	118,28%
Depósitos desmaterializados	48.858	56.004	-7.147	-12,76%
Préndas	1.191	4.187	-2.996	-71,55%
Total	**575.259**	**650.933**	**-75.673**	**-11,63%**

Como se aprecia, las tarifas actuales -que tienen incorporado los descuentos diferenciados- son eficientes a nivel de categoría de servicios, donde para el año 1, los servicios de custodia y registro de compraventas (84% de los ingresos) presentan una desviación tarifaria menor al 6%. Por su parte, en el año 5 de proyección, dónde existe mayor incertidumbre de los volúmenes operacionales, la desviación de la custodia es de un -21,6% y de sólo un 8,85% en el caso de las compraventas.

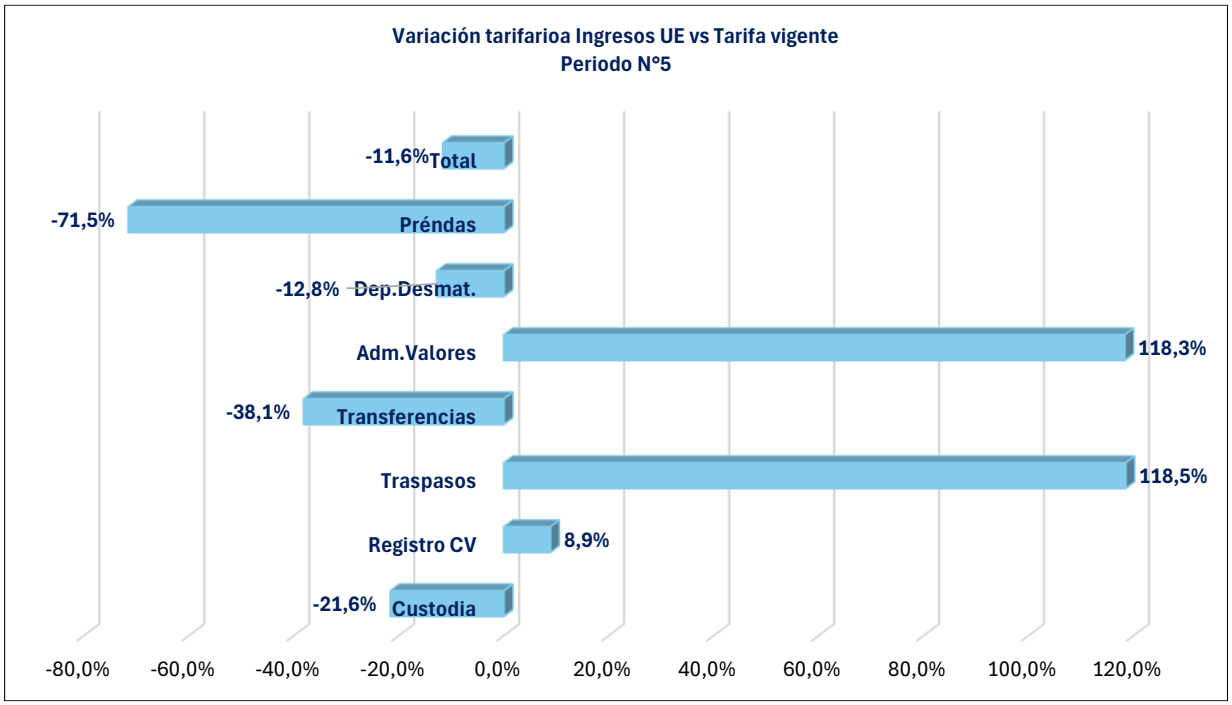
A continuación, los resultados antes detallados se presentan en forma gráfica, tanto para el primer y como para último año de proyección, dando cuenta de la variación existente entre los ingresos determinados en función del valor de la UE respecto de las tarifas vigentes (brutas) y respecto de las tarifas vigentes aplicando los descuentos diferenciados:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Variación tarifaria Ingresos UE vs Tarifa Vigente
(Periodo N°1 – Estudio 2025)



Variación tarifaria Ingresos UE vs Tarifa Vigente
(Periodo N°5 – Estudio 2029)



Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Ahora bien, cuando se analizan las diferencias al interior de cada una de las categorías de servicios entre los ingresos definidos bajo la lógica UE y las tarifas actuales, estas diferencias son significativas, ya que como se ha dicho, las tarifas vigentes han sido definidas considerando la dinámica del mercado al que atiende y las sensibilidades al precio de dichos mercados, por el contrario, los ingresos proyectados bajo la mecánica de unidades equivalentes se basan en una función de costos que no incorpora dichas consideraciones.

A continuación, se presenta el análisis desagregado por categoría de servicio, en función de la demanda proyectada para el año 2025 (periodo 1) y 2029 (periodo 5), considerando las tarifas vigentes que tienen incorporadas la estructura de descuentos diferenciados para cada servicio comparado con los ingresos resultantes basados en costo (UE).

Este análisis se presenta para todos los años proyectados en el anexo 6.

Análisis Detallado de Servicios DCV – Periodo 1 (año 2025)
Ingresos basados en costo (UE) vs. Tarifas Vigentes

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas, IRF	5.701.858	1,80%	-8.549	1,80%	10.963	1,81%	22,02%	17.746	2,79%	51,82%	-38,22%
Registro de Compraventas, IIF	13.787.500	4,35%	-20.673	4,35%	26.509	4,37%	22,02%	12.317	1,93%	-67,84%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	17.446.646	5,50%	-26.159	5,50%	33.545	5,53%	22,02%	38.108	5,98%	31,36%	-11,98%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.041.035	6,01%	-28.550	6,01%	36.610	6,04%	22,02%	42.525	6,68%	32,86%	-13,91%
Registro de Compraventas	**55.977.038**	**17,66%**	**-83.931**	**17,66%**	**107.627**	**17,76%**	**22,02%**	**110.696**	**17,38%**	**24,18%**	**-2,77%**
Registro de Transferencias, IRF	764.952	0,24%	-1.147	0,24%	1.471	0,24%	22,02%	3.129	0,49%	63,34%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.014.006	0,32%	-1.520	0,32%	1.950	0,32%	22,02%	4.148	0,65%	63,34%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.437.494	0,77%	-3.655	0,77%	4.687	0,77%	22,02%	6.474	1,02%	43,55%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.486.820	0,47%	-2.229	0,47%	2.859	0,47%	22,02%	2.730	0,43%	18,33%	4,72%
Registro de Transferencias	**5.703.272**	**1,80%**	**-8.551**	**1,80%**	**10.966**	**1,81%**	**22,02%**	**16.481**	**2,59%**	**48,11%**	**-33,46%**
Registro de Traspasos	9.907.196	3,12%	-14.855	3,12%	19.049	3,14%	22,02%	8.719	1,37%	-70,38%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.907.196**	**3,12%**	**-14.855**	**3,12%**	**19.049**	**3,14%**	**22,02%**	**8.719**	**1,37%**	**-70,38%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.411.654	0,45%	-2.117	0,45%	2.714	0,45%	22,02%	2.943	0,46%	28,07%	-7,76%
Depósitos Desmateriales - Bonos	12.295.132	3,88%	-18.435	3,88%	23.640	3,90%	22,02%	10.938	1,72%	-68,55%	116,13%
Depósitos Desmateriales - BCCH	24.423.284	7,70%	-36.620	7,70%	46.959	7,75%	22,02%	79.400	12,47%	53,88%	-40,86%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.178.327	0,37%	-1.767	0,37%	2.266	0,37%	22,02%	2.119	0,33%	16,61%	6,93%
Depósitos desmateriales	**39.308.653**	**12,40%**	**-58.939**	**12,40%**	**75.579**	**12,47%**	**22,02%**	**95.398**	**14,98%**	**38,22%**	**-20,78%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	5.932.855	1,87%	-8.896	1,87%	11.308	1,87%	21,33%	5.942	0,93%	-49,71%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	28.136	0,01%	-42	0,01%	54	0,01%	21,33%	285	0,04%	85,19%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.276.146	1,03%	-4.912	1,03%	6.244	1,03%	21,33%	2.577	0,40%	-90,61%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.766.216	0,87%	-4.148	0,87%	5.272	0,87%	21,33%	1.677	0,26%	-147,36%	214,44%
Administración de Valores	**12.003.353**	**3,79%**	**-17.998**	**3,79%**	**22.879**	**3,77%**	**21,33%**	**10.481**	**1,65%**	**-71,72%**	**118,29%**
Prendas - normales	335.136	0,11%	-502	0,11%	644	0,11%	22,02%	1.889	0,30%	73,40%	-65,89%
Prendas - Especiales	157.362	0,05%	-236	0,05%	303	0,05%	22,02%	1.143	0,18%	79,36%	-73,54%
Prendas - Banco Central	88.373	0,03%	-133	0,03%	170	0,03%	22,02%	841	0,13%	84,25%	-79,81%
Prendas	**580.871**	**0,18%**	**-871**	**0,18%**	**1.117**	**0,18%**	**22,02%**	**3.874**	**0,61%**	**77,52%**	**-71,17%**
UE Custodia RF	115.723.956	36,50%	-173.515	36,50%	220.571	36,39%	21,33%	310.764	48,79%	44,17%	-29,02%
UE Custodia IF	27.351.687	8,63%	-41.011	8,63%	52.133	8,60%	21,33%	35.879	5,63%	-14,30%	45,30%
UE Custodia RV	50.479.201	15,92%	-75.688	15,92%	96.214	15,87%	21,33%	44.645	7,01%	-69,53%	115,51%
Custodia de Valores	**193.554.845**	**61,05%**	**-290.213**	**61,05%**	**368.918**	**60,86%**	**21,33%**	**391.287**	**61,43%**	**25,83%**	**-5,72%**
TOTAL General	**317.035.227**	**100,00%**	**-475.358**	**100,00%**	**606.133**	**100,00%**	**21,58%**	**636.935**	**100,00%**	**25,37%**	**-4,84%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Análisis Detallado de Servicios DCV – Periodo 5 (año 2029)
Ingresos basados en costo (UE) vs. Tarifas Vigentes

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	**# UE**	**% UE**	**UF**	**%**	**Ingresos UE**	**% Ing UE**	**Margen**	**Ing. Neto**	**% Ing Tar.Vig**	**Margen**	**% Tarifas**
Registro de Compraventas, IRF	7.185.390	2,39%	-11.777	2,39%	13.815	2,40%	14,76%	19.875	3,05%	40,75%	-30,49%
Registro de Compraventas, IIF	28.179.331	9,37%	-46.185	9,37%	54.180	9,42%	14,76%	25.173	3,87%	-83,47%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.694.770	5,22%	-25.723	5,22%	30.176	5,25%	14,76%	36.007	5,53%	28,56%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.557.551	6,50%	-32.054	6,50%	37.603	6,54%	14,76%	43.678	6,71%	26,61%	-13,91%
Registro de Compraventas	**70.617.042**	**23,47%**	**-115.738**	**23,47%**	**135.775**	**23,60%**	**14,76%**	**124.734**	**19,16%**	**7,21%**	**8,85%**
Registro de Transferencias, IRF	1.231.579	0,41%	-2.019	0,41%	2.368	0,41%	14,76%	5.038	0,77%	59,93%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.632.559	0,54%	-2.676	0,54%	3.139	0,55%	14,76%	6.678	1,03%	59,93%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.229.074	0,74%	-3.653	0,74%	4.286	0,75%	14,76%	5.921	0,91%	38,30%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.420.614	0,47%	-2.328	0,47%	2.731	0,47%	14,76%	2.610	0,40%	10,81%	4,64%
Registro de Transferencias	**6.513.826**	**2,17%**	**-10.676**	**2,17%**	**12.524**	**2,18%**	**14,76%**	**20.247**	**3,11%**	**47,27%**	**-38,14%**
Registro de Traspasos	9.875.463	3,28%	-16.185	3,28%	18.988	3,30%	14,76%	8.691	1,34%	-86,24%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.875.463**	**3,28%**	**-16.185**	**3,28%**	**18.988**	**3,30%**	**14,76%**	**8.691**	**1,34%**	**-86,24%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.053.218	0,35%	-1.726	0,35%	2.025	0,35%	14,76%	2.241	0,34%	22,97%	-9,63%
Depósitos Desmateriales - Bonos	10.764.042	3,58%	-17.642	3,58%	20.696	3,60%	14,76%	10.070	1,55%	-75,20%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	12.409.973	4,13%	-20.339	4,13%	23.861	4,15%	14,76%	41.399	6,36%	50,87%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.183.459	0,39%	-1.940	0,39%	2.275	0,40%	14,76%	2.295	0,35%	15,47%	-0,83%
Depósitos desmateriales	**25.410.948**	**8,45%**	**-41.648**	**8,45%**	**48.858**	**8,49%**	**14,76%**	**56.004**	**8,60%**	**25,64%**	**-12,76%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	6.197.767	2,06%	-10.158	2,06%	11.813	2,05%	14,01%	6.207	0,95%	-63,65%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	29.426	0,01%	-48	0,01%	56	0,01%	14,01%	298	0,05%	83,81%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.415.784	1,14%	-5.598	1,14%	6.511	1,13%	14,01%	2.687	0,41%	-108,36%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.889.992	0,96%	-4.737	0,96%	5.508	0,96%	14,01%	1.752	0,27%	-170,39%	214,44%
Administración de Valores	**12.532.968**	**4,17%**	**-20.541**	**4,17%**	**23.888**	**4,15%**	**14,01%**	**10.944**	**1,68%**	**-87,70%**	**118,28%**
Prendas - normales	341.889	0,11%	-560	0,11%	657	0,11%	14,76%	1.927	0,30%	70,92%	-65,89%
Prendas - Especiales	170.333	0,06%	-279	0,06%	327	0,06%	14,76%	1.238	0,19%	77,44%	-73,54%
Prendas - Banco Central	107.418	0,04%	-176	0,04%	207	0,04%	14,76%	1.023	0,16%	82,79%	-79,81%
Prendas	**619.640**	**0,21%**	**-1.016**	**0,21%**	**1.191**	**0,21%**	**14,76%**	**4.187**	**0,64%**	**75,75%**	**-71,55%**
UE Custodia RF	97.564.678	32,43%	-159.905	32,43%	185.959	32,33%	14,01%	332.273	51,05%	51,88%	-44,03%
UE Custodia IF	30.875.626	10,26%	-50.604	10,26%	58.849	10,23%	14,01%	42.048	6,46%	-20,35%	39,96%
UE Custodia RV	46.813.383	15,56%	-76.725	15,56%	89.227	15,51%	14,01%	51.804	7,96%	-48,11%	72,24%
Custodia de Valores	**175.253.688**	**58,26%**	**-287.234**	**58,26%**	**334.036**	**58,07%**	**14,01%**	**426.125**	**65,46%**	**32,59%**	**-21,61%**
TOTAL General	**300.823.576**	**100,00%**	**-493.037**	**100,00%**	**575.259**	**94,91%**	**14,29%**	**650.933**	**100,00%**	**24,26%**	**-11,63%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

10. Conclusiones

Las conclusiones que se presentan a continuación están fundamentadas en una metodología de determinación de tarifas basada en costos, sin incorporar elementos asociados a la disposición a pagar por cada servicio que provee el DCV.

Este enfoque resulta clave para realizar un análisis objetivo de los resultados del presente estudio tarifario respecto de la estructura vigente, la cual ha sido estructurada considerando los requerimientos específicos de cada mercado y la forma en que se estructura la demanda por cada servicio. En otras palabras, las tarifas del DCV reflejan, en su definición, las particularidades de los modelos de negocio de sus clientes y las dinámicas de los mercados en los que participan.

Metodológicamente, se ha mantenido la mecánica de determinación de tarifas definida por la Norma de Carácter General N° 224 de 2008. Esta norma establece, entre otros elementos, la necesidad de proyectar la demanda a 10 años; sin embargo, debido a la alta incertidumbre que presentan las proyecciones de variables económicas y de mercado en plazos largos, desde el primer estudio tarifario (2009) se ha adoptado el criterio de proyectar a 5 años, incorporando una tasa de perpetuidad para el cálculo de flujos a largo plazo, como ha sido explicado en detalle en los capítulos correspondientes.

En esta edición de Estudio, se reafirma la vigencia del modelo de unidades equivalentes (UE) desarrollado y revisado en conjunto con los consultores de EY en el estudio anterior. Dicha revisión tuvo como objetivo validar la consistencia del modelo frente al cambio de plataforma tecnológica implementado por la empresa. Se evaluaron todos los componentes del modelo, desde la identificación de los trámites operacionales hasta la cuantificación de las unidades equivalentes que representan el esfuerzo estándar de cada uno, incluyendo además recomendaciones metodológicas para la mejora continua. Dado que no se han observado variaciones relevantes en la estructura operativa desde entonces, se ha mantenido la misma base de la modelo validada por EY, la cual continúa representando adecuadamente los esfuerzos sistémicos involucrados en las prestaciones del DCV.

En cuanto al servicio de emisiones desmaterializadas, este ha seguido mostrando una alta incidencia desde el tercer trimestre de 2019, especialmente debido al incremento de emisiones por parte del Banco Central de Chile. Aunque los volúmenes proyectados tienden a estabilizarse o disminuir levemente en los próximos años, este servicio sigue siendo significativo en el cálculo de unidades equivalentes y, por tanto, en el análisis tarifario.

Un cambio estructural importante en esta edición es la eliminación definitiva de los descuentos aplicados sobre las tarifas. Tal como se anticipó en estudios anteriores, durante el año 2025 la Comisión para el Mercado Financiero aprobó la modificación del Reglamento Interno del DCV, permitiendo que los descuentos diferenciados que históricamente se aplicaban fueran incorporados directamente en la estructura tarifaria base. Lo antes expuesto no excluye la opción que -en el futuro- por condiciones de rentabilidad y de riesgo, esta práctica pueda ser incorporada nuevamente por lo que formaría parte nuevamente de los elementos del presente estudio, en particular, de la estructura de tarifas y de la tasa de costo de capital.

Adicionalmente, para esta versión del estudio se contó con el apoyo de la consultora ECONSULT, especialista en análisis económico y tarifario, quien realizó una revisión del costo de capital (WACC) aplicable al DCV. Este análisis incorporó ajustes en el cálculo del beta, especialmente en función de las características del fondo IOSCO, que

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

representó, en anteriores versiones del estudio, un componente particular dentro de la estructura de capital del DCV. Estos ajustes fortalecen la consistencia técnica del modelo y permiten reflejar de mejor manera la realidad financiera y regulatoria de la empresa.

Cabe reiterar que los servicios del DCV son integrales y no pueden entenderse de manera aislada. La custodia de valores es el eje central de la operación, sobre el cual se habilitan otros servicios como compraventas, transferencias, eventos corporativos, emisiones y otras acciones asociadas al ciclo de vida de los instrumentos financieros. El objeto social de la empresa —"recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar su transferencia"— implica la provisión de servicios a todos los participantes del mercado, sin discriminación, asegurando altos estándares de seguridad, continuidad y calidad.

Finalmente, las conclusiones específicas por ámbito del estudio se presentan a continuación, incluyendo un análisis comparativo entre los ingresos proyectados en función de los valores calculados de UE y los ingresos actuales, ya sin considerar descuentos. Esta comparación permite visualizar el impacto del nuevo esquema tarifario en términos de alineación con los costos y la estructura de servicios que provee el DCV al mercado.

10.1 Volúmenes operacionales

Respecto de los volúmenes operacionales agregados que enfrenta la empresa, estos han estado estables en los últimos años, donde no ha habido cambios estructurales en la forma de operar de los mercados que afecte la demanda que enfrenta el DCV.

Con respecto a los principales volúmenes operacionales proyectados base del estudio se encuentran los servicios de custodia, registro de compraventas y depósitos desmateriales, servicios cuyos volúmenes son proyectados por Econsult. Las siguientes tablas muestran la variación de las proyecciones observadas para los estudios emitidos en el año 2023 y la presente emisión:

									Variación	
Monto en Custodia MMMUF	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	9.595	9.855	10.141	10.410	10.695			50.696	-	-
Estudio 2025			9.667	10.014	10.241	10.403	10.547	50.873	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**-4,7%**	**-3,8%**	**-4,2%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**177**	**0,3%**	**-4,2%**

Respecto de la proyección de los montos custodiados, esta presenta una variación marginal respecto a lo proyectado en el estudio 2023, considerando los años coincidentes en la proyección como así también al considerar los 5 años totales.

La cantidad de compraventas de operaciones de renta fija, intermediación financiera y renta variable del mercado extra-bursátil, presentan una variación positiva con respecto a lo proyectado en 2023, esto a nivel de cantidad de operaciones, con respecto a la proyección de los montos transados en renta variable, mercado bursátil, la proyección del presente estudio presenta una caída, esto de acuerdo con el siguiente detalle:

									Variación	
# Operaciones CV - Prom Mes	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	150.918	149.335	150.316	162.145	173.943			786.657	-	-
Estudio 2025			151.977	174.760	195.576	207.437	212.745	942.495	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**1,1%**	**7,8%**	**12,4%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**155.838**	**19,8%**	**7,4%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

									Variación	
Montos Trans. CV - RF MB (MMMUF)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	64,8	67,4	70,9	74,2	75,7			353,0	-	-
Estudio 2025			71,3	68,2	67,6	67,7	67,4	342,2	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**0,6%**	**-8,1%**	**-10,7%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-11**	**-3,1%**	**-6,2%**

En cuanto a los depósitos desmateriales, se proyectan a la baja con respecto al estudio 2023. Por su parte las emisiones del Banco Central siguen con pronósticos de emisión por sobre los montos históricos, sin embargo, estas son más conservadoras respecto de lo proyectado en 2023.

Se destaca que, a partir del tercer trimestre de 2019, el Banco Central de Chile ha aplicado políticas monetarias que han impactado fuertemente en la emisión de instrumentos de corto plazo de manera tal de entregar liquidez a los mercados, incrementándose fuertemente la demanda del servicio de "emisión desmaterializada". En la proyección de demanda realizada por el asesor Econsult, establece que esta situación se mantendrá presente durante todo el horizonte de evaluación con niveles de actividad por sobre los observados en forma histórica, pero decreciente en el plazo de proyección.

									Variación	
Depósitos BCCH (MMUF/Mes)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	1.172,0	1.211,0	1.077,0	883,0	803,0			5.146,0	-	-
Estudio 2025			1.323,3	1.011,5	845,8	760,1	690,0	4.630,8	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**22,9%**	**14,6%**	**5,3%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-515**	**-10,0%**	**15,1%**

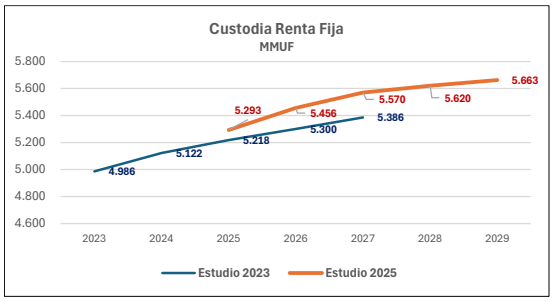
Respecto de la emisión de los depósitos a plazo fijo, dada la coyuntura económica, en los últimos años se ha incrementado la emisión de este tipo de papeles, por lo que se proyecta un importante crecimiento de este tipo de instrumentos. Cabe destacar que la tarifa asociada a este tipo de instrumentos se calcula en base a la cantidad de láminas depositadas, donde la proyección realizada para el estudio 2025 es un 70,0% superior a lo proyectado en 2023, de acuerdo con el siguiente detalle:

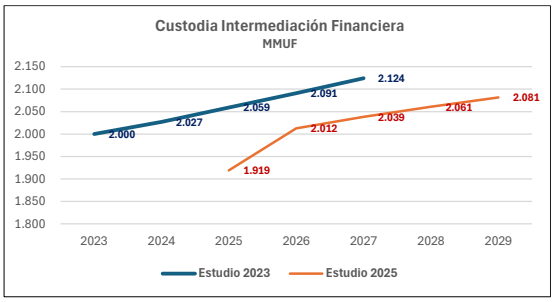
									Variación	
# Depósitos DPF - Prom. mes	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	6.321,0	5.494,0	5.748,0	6.235,0	5.791,0			29.589,0	-	-
Estudio 2025			11.146,5	11.453,2	10.235,3	8.989,9	8.488,2	50.313,3	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**93,9%**	**83,7%**	**76,7%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**20.724**	**70,0%**	**84,7%**

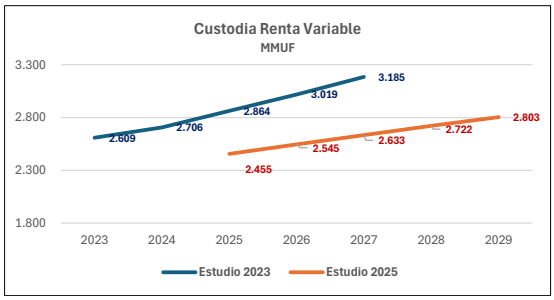
Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Gráficamente, podemos visualizar una comparación de ambos estudios, de acuerdo con el siguiente detalle:

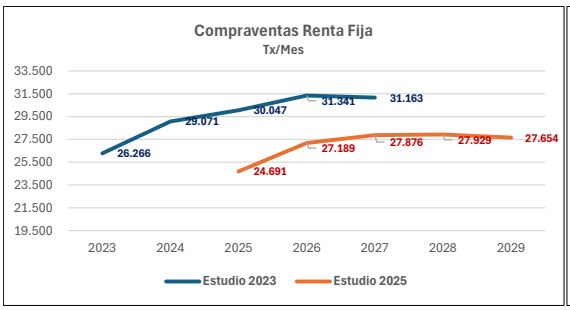
Proyección de Demanda
Custodia de Valores

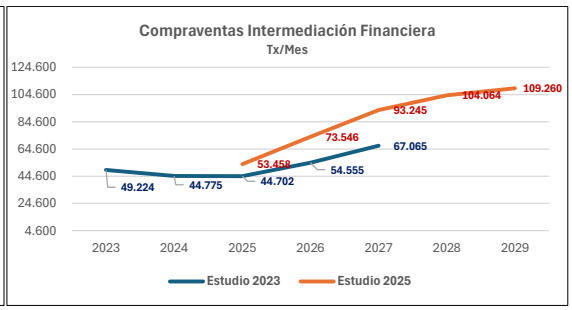


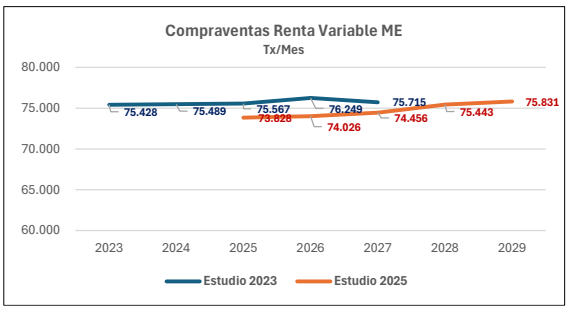


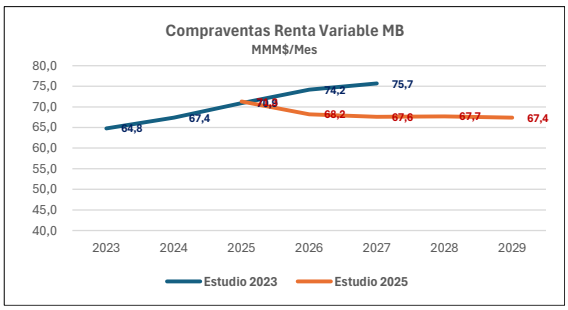


Proyección de Demanda
Registro de Operaciones



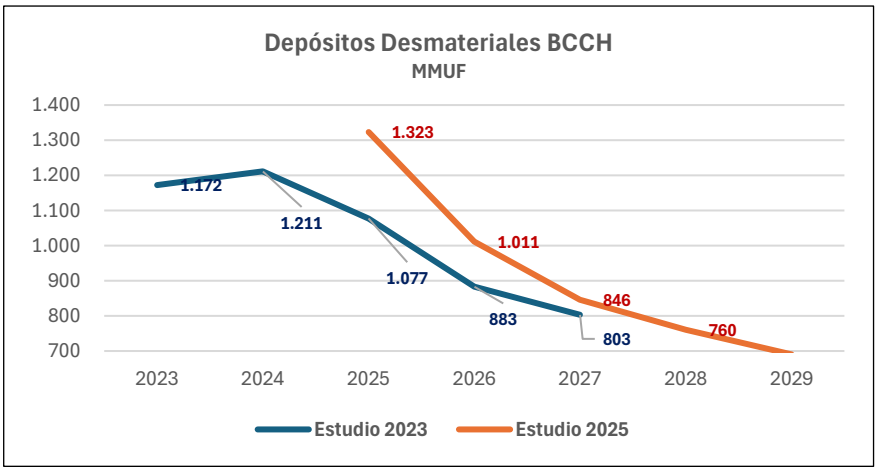






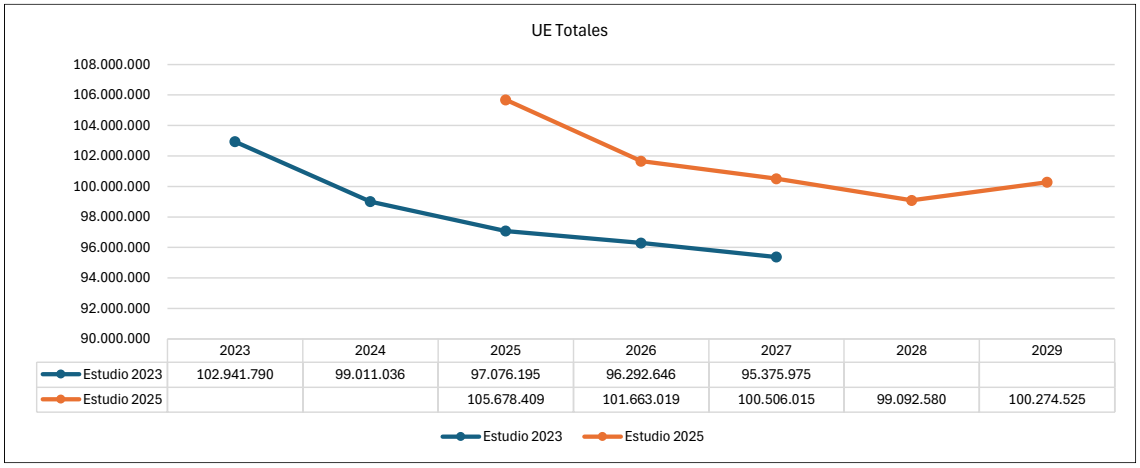
Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Proyección de Demanda
Depósito Desmaterializado – Emisiones BCCh (MMUF)



Ahora bien, con las proyecciones de volúmenes para cada uno de los servicios que presta el DCV, a continuación, se puede visualizar la cantidad UE que se genera, tanto a nivel de totales, como para cada uno de los servicios prestados por la empresa. Cabe destacar que para cada una de las demandas proyectadas se utilizan los catálogos de UE determinados a partir del uso de la nueva plataforma de servicios del DCV, que inició su operación en agosto de 2022.

Proyección de Demanda Total (#UE)
Catálogos 2025, para proyecciones de demanda estudios 2025 y 2029



	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Estudio 2023	102.941.790	99.011.036	97.076.195	96.292.646	95.375.975		
Estudio 2025			105.678.409	101.663.019	100.506.015	99.092.580	100.274.525

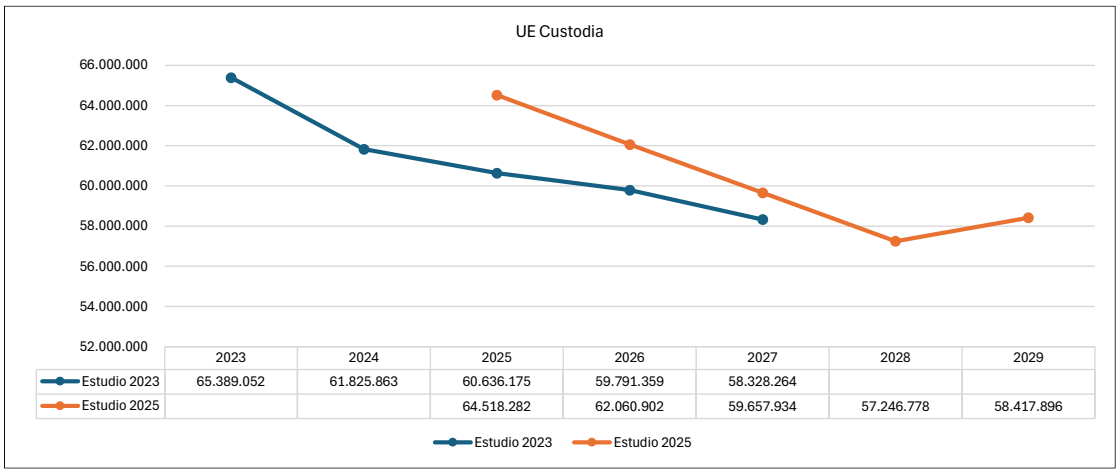
En términos agregados, se visualiza un aumento de un 3,4%, dados los volúmenes operacionales proyectados para el periodo de 5 años.

Ahora bien, si desagregamos la proyección basada en UE para los diferentes servicios, se visualiza de la siguiente forma:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Proyección de Demanda Servicios de Custodia (#UE)

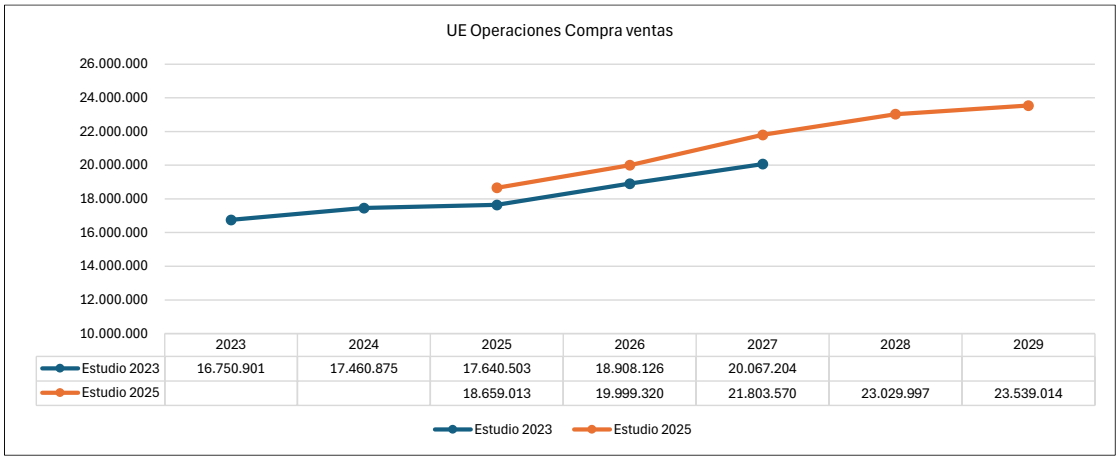
Catálogos 2025, para proyecciones de demanda estudios 2025 y 2029



	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Estudio 2023	65.389.052	61.825.863	60.636.175	59.791.359	58.328.264		
Estudio 2025			64.518.282	62.060.902	59.657.934	57.246.778	58.417.896

Proyección de Demanda Registro de Compraventas (#UE)

Catálogos 2025, para proyecciones de demanda estudios 2025 y 2025

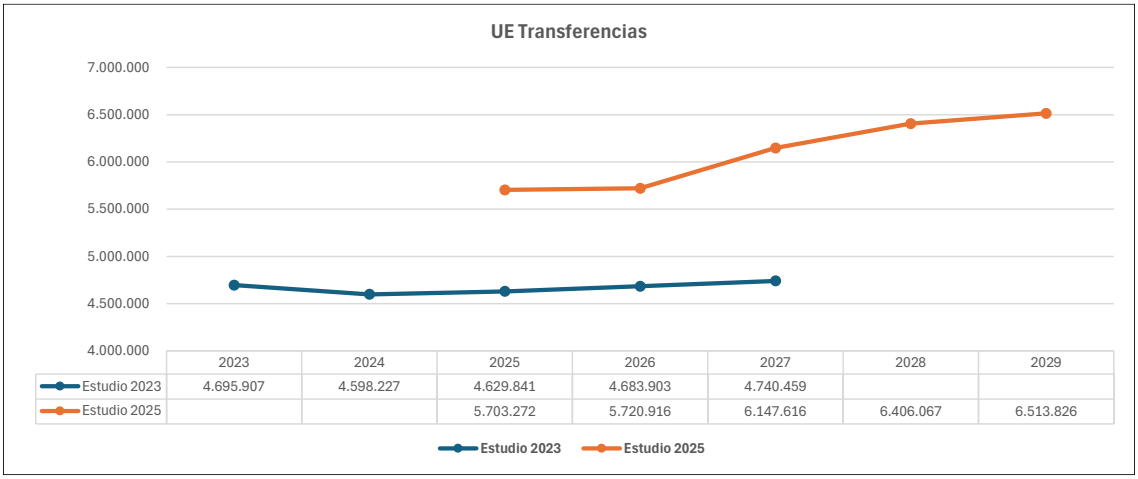


	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Estudio 2023	16.750.901	17.460.875	17.640.503	18.908.126	20.067.204		
Estudio 2025			18.659.013	19.999.320	21.803.570	23.029.997	23.539.014

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Proyección de Demanda Registro de Transferencias (#UE)

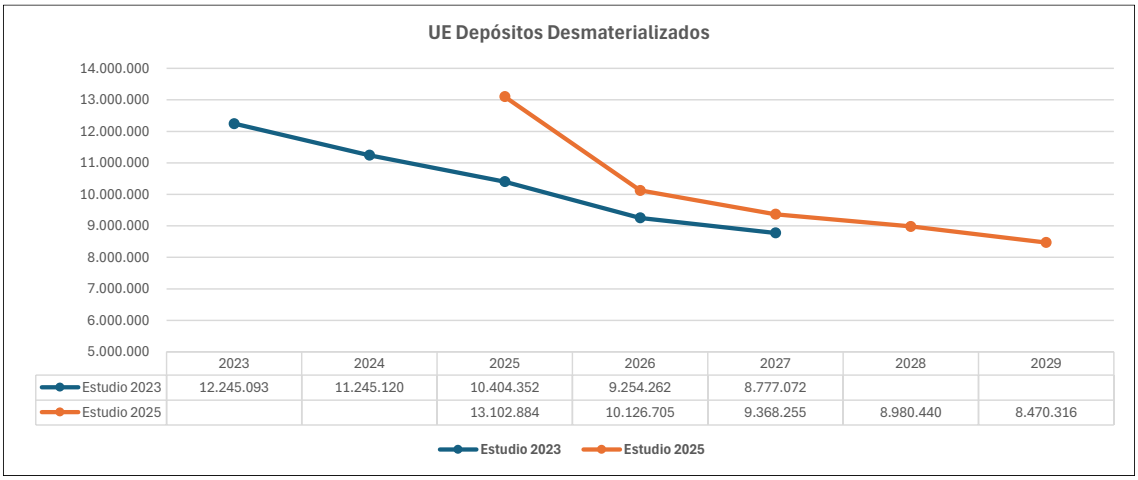
Catálogos 2025, para proyecciones de demanda estudios 2025 y 2029



	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Estudio 2023	4.695.907	4.598.227	4.629.841	4.683.903	4.740.459		
Estudio 2025			5.703.272	5.720.916	6.147.616	6.406.067	6.513.826

Proyección de Demanda Emisiones Desmaterializadas (#UE)

Catálogos 2025, para proyecciones de demanda estudios 2025 y 2029



	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Estudio 2023	12.245.093	11.245.120	10.404.352	9.254.262	8.777.072		
Estudio 2025			13.102.884	10.126.705	9.368.255	8.980.440	8.470.316

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

10.2 Costos

Como se ha mencionado, el DCV es una empresa de infraestructura que cuenta con una estructura de costos sin mayor dinamismo en cuanto a su composición ya que sus costos variables son casi inexistentes. La estructura de costos es más bien semifija, escalonada, dónde cada nivel de costos en el tiempo se dispone para un rango de producción determinado.

Ahora bien, en este rango de producción pueden aumentar los costos, debido a la incorporación de estructuras para robustecer elementos asociados a la continuidad operacional, gestión de riesgos y otros asociados para mejorar los procesos de gestión interna, mediante la incorporación de estándares internacionales, entre otras materias.

La metodología utilizada en el estudio 2025 es equivalente a la realizada en el estudio 2023. Se han incorporado los costos producto de cambios estructurales y de nuevas funciones dentro de la empresa y los cambios producto de la explotación de la nueva plataforma de servicios a partir de agosto de 2022, como asimismo se ha proyectado un costo de mediano plazo que es sustentable con las demandas del mercado respecto del servicio que presta el DCV.

El siguiente cuadro detalla los costos totales proyectados en el presente estudio y la variación respecto del presentado en 2023, esto en términos de total de costos proyectados para cada estudio (costos que incluyen las depreciaciones y amortizaciones y descuentan el costo evitable):

									Variación	
Costo Total	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	503.411	510.571	507.827	505.828	516.946			2.544.583	-	-
Estudio 2025			502.686	504.700	511.673	518.472	527.156	2.564.688	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**-1,0%**	**-0,2%**	**-1,0%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**20.105**	**0,8%**	**-0,8%**

Como se aprecia, los costos totales proyectados aumentan un 0,8% en los 5 años de operación. El crecimiento de los costos dice relación básicamente con el crecimiento proyectado de los costos relacionados con la infraestructura tecnológica del DCV, aspectos de ciberseguridad y el soporte de comunicaciones representadas en redes y enlaces.

En los siguientes cuadros, se descompone el costo total presentado en el cuadro anterior en sus principales elementos de costo (sin considerar depreciación y costos evitables):

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

									Variación	
Costos del Personal	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	282.098	287.384	278.714	270.822	275.952			1.394.970	-	-
Estudio 2025			273.596	273.010	273.908	274.711	277.303	1.372.529	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**-1,8%**	**0,8%**	**-0,7%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-22.441**	**-1,6%**	**-0,6%**

									Variación	
Otros costos de operación	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	146.652	151.500	156.225	160.802	165.520			780.699	-	-
Estudio 2025			153.272	158.340	163.205	167.885	172.717	815.420	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**-1,9%**	**-1,5%**	**-1,4%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**34.721**	**4,4%**	**-1,6%**

									Variación	
Gastos de Administración	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	74.661	71.687	72.888	74.204	75.474			368.914	-	-
Estudio 2025			75.817	73.350	74.560	75.876	77.136	376.739	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**4,0%**	**-1,2%**	**-1,2%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**7.825**	**2,1%**	**0,5%**

La búsqueda de la eficiencia operacional se observa en la proyección a través de disminuciones en el costo del personal, eficiencia que se ve compensada por mayores costos asociados a la creciente necesidad de dedicación de recursos a la seguridad informática y a la mantención, soporte y suscripción de la infraestructura base necesaria para la operación, todo esto con el propósito de gestionar el riesgo y la continuidad del negocio de acuerdo a los requerimientos del mercado y del regulador.

Por otro lado, al analizar de manera individual las depreciaciones y amortizaciones de ambos estudios en comparación, los resultados son los siguientes:

									Variación	
Depreciaciones	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	73.311	73.311	73.311	73.311	73.311			366.555	-	-
Estudio 2025			68.151	68.151	68.151	68.151	68.151	340.757	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**-7,0%**	**-7,0%**	**-7,0%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-25.798**	**-7,0%**	**-7,0%**

La disminución con respecto a la proyección del estudio del año 2023 se sustenta en que la inversión inicial considera eficiencias originadas en el término de uso de infraestructura y, además, la convergencia a la modalidad de suscripción más que licenciamiento de software, con esto existe una transformación de una porción de la inversión a costo corriente (CAPEX a OPEX) de operación.

Ahora bien, al analizar la estructura de costos evitables, la comparación es la siguientes:

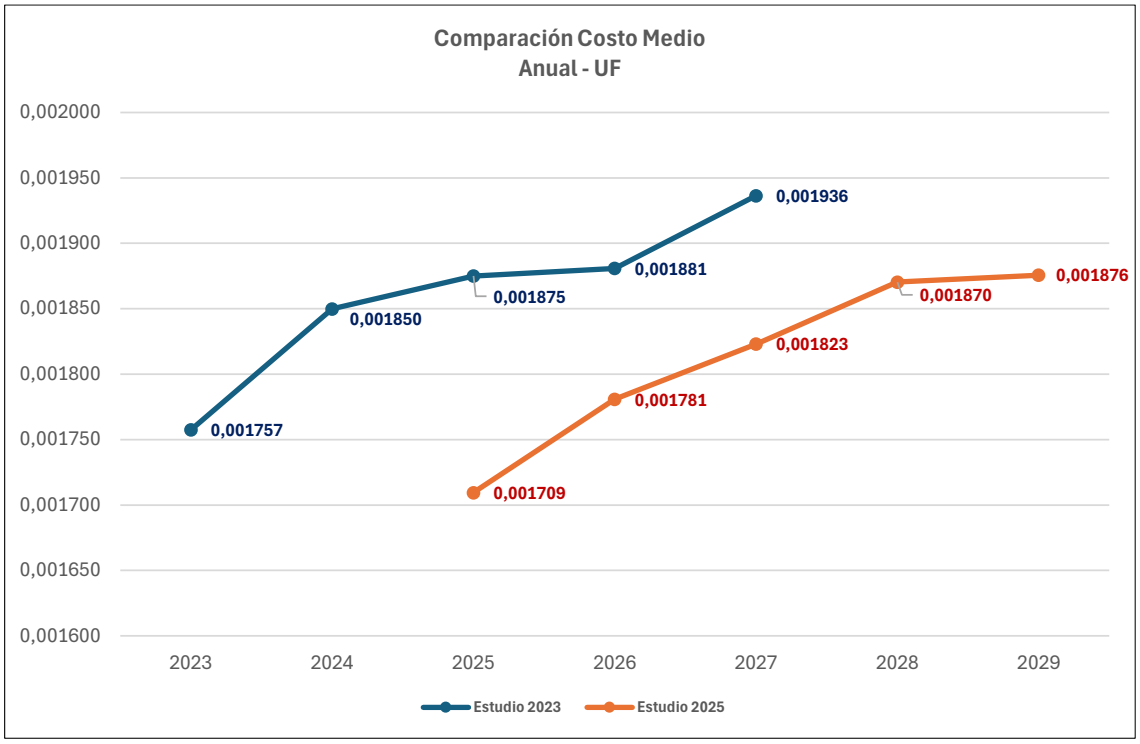
									Variación	
Costo Evitable	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**Total**	**5 años**	**25-27**
Estudio 2023	34.004	34.415	35.103	35.808	36.222			175.552	-	-
Estudio 2025			28.873	28.873	28.873	28.873	28.873	144.364	-	-
Variación anual	**-**	**-**	**-17,7%**	**-19,4%**	**-20,3%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Variación Total	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-31.188**	**-17,8%**	**-19,1%**

La disminución de los costos evitables se origina, principalmente, en instancias de eficiencia que se han ganado, sobre todo, desde la implementación del Sistema Nasdaq que hoy acoge al servicio internacional y, a eficiencias operativas en el negocio de DCV Registros.

Si se compara la evolución del costo medio presentado en el estudio 2023, respecto del resultante del estudio 2025, en este último el costo medio disminuye básicamente por el

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

incremento en la cantidad de unidades equivalentes proyectadas frente a una proyección de costos más bien estable en relación al estudio 2023:



10.3 Tasa de Descuento (WACC)

En la presente versión del Estudio se aplicaron variantes metodológicas tanto de arrastre desde la versión anterior como definidas específicamente en esta instancia, que se resumen en lo siguiente: no se consideró el fondo IOSCO como un elemento diferenciador del riesgo de los activos del DCV, por lo que no incide en la determinación del riesgo expresado a través del beta, y no se incorpora ajuste por descuentos diferenciados, dado que estos se encuentran reflejados directamente en las tarifas aplicadas a los servicios.

Como se describió en versiones previas del estudio, la beta de la porción del activo correspondiente a la inversión inicial destinada a cubrir el fondo de reserva propuesto por IOSCO fue considerada igual a cero, dado que dicho fondo se compone de activos líquidos (caja o equivalentes de caja) invertidos en instrumentos de corto plazo que, en apariencia, presentan un riesgo significativamente menor al de los activos operacionales del negocio.

Sin embargo, el presente estudio reformula dicha consideración, estableciendo que estos activos, si bien poseen una naturaleza financiera distinta, están intrínsecamente ligados al riesgo del negocio, ya que su origen y propósito es precisamente la cobertura de riesgos relevantes asociados a la continuidad operativa del DCV. En consecuencia, el fondo IOSCO no puede ser tratado como un activo independiente o neutro en términos de riesgo, ya que su exposición final responde al mismo riesgo sistémico y operativo que enfrentan el resto de los activos del negocio.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

En resumen, la determinación del WACC presentó las siguientes variaciones de los parámetros relevantes en su determinación:

a. La tasa libre de riesgo pasa de UF+3,365% en el 2023 a UF+2,6% en el año 2025.
b. El riesgo sistémico (beta) pasa de pasa de 1,36 en el 2023 a 1,18 en el año 2025.
c. El premio por riesgo pasa de pasa de 6,36% en el 2023 a 6,2% en el año 2025.
d. El costo de Capital pasa de 9,41% en el 2023 a 9,88% en el año 2025.
e. Se considera como tasa de impuesto aplicable de un 27% en ambos periodos.
f. Se mantiene la Relación Deuda/Capital objetivo en 10%

Con todo la anterior, el WACC determinado para el estudio tarifario 2025 es de UF + 9,17% frente al determinado en el estudio tarifario 2023 de UF + 9,16%

Para mayor detalle asociado a la determinación del WACC, ver el Anexo 2.

10.4 Composición de Trámites Operacionales

Los servicios del DCV están compuestos por catálogos de trámites operacionales, los cuales se descomponen en unidades equivalentes (UE) que asignan un peso relativo (esfuerzo) a cada servicio, en función de su complejidad y carga operativa. En el presente estudio, se ha utilizado el mismo modelo de UE desarrollado y validado en el estudio de tarifas del año 2023, sin introducir modificaciones estructurales en su diseño ni en su lógica de cálculo.

Tal como se ha señalado, dicho modelo fue objeto de una revisión metodológica exhaustiva realizada en conjunto con la consultora EY, con motivo de la implementación de la nueva plataforma tecnológica del DCV. Esta revisión concluyó que el modelo de UE es un inductor de costos válido y robusto, capaz de representar adecuadamente los esfuerzos sistémicos asociados a los servicios prestados por la empresa.

En esta versión del estudio (2025), se ha verificado nuevamente la consistencia del modelo y se ha confirmado que las variaciones observadas respecto del estudio 2023 son de carácter marginal, sin que ello implique una reformulación del enfoque ni una redefinición de los catálogos de trámites.

Las pequeñas diferencias responden principalmente a la actualización de las estadísticas que conforman la data del proceso, y no a cambios en la base metodológica del modelo. Estos ajustes reflejan variaciones menores en los volúmenes operacionales y patrones de uso de los servicios, manteniéndose intacta la estructura conceptual y técnica definida en el estudio anterior.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

	# UE	
	E/2025	E/2023
Registro de Compraventas, IRF	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IIF	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IRV MB	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IRV ME	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IRF - Mandantes	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IIF - Mandantes	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IRV MB - Mandantes	8,76	8,58
Registro de Compraventas, IRV ME - Mandantes	8,76	8,58
Registro de Transferencias, IRF	6,93	6,84
Registro de Transferencias, IIF	6,93	6,84
Registro de Transferencias, IRV	6,93	6,84
Registro de Transferencias, IRF - Mandantes	6,93	6,84
Registro de Transferencias, IIF - Mandantes	6,93	6,84
Registro de Transferencias, IRV - Mandantes	6,93	6,84
Registro de Traspasos	3,53	3,54
Registro de Traspasos - Mandantes	3,53	3,54
Depósitos Desmateriales - DPF	6,55	7,03
Depósitos Desmateriales - Letras	8,98	9,20
Depósitos Desmateriales - Bonos	5,80	6,04
Depósitos Desmateriales - BCCH	5,79	6,01
Depósitos Desmateriales - Otros	5,87	6,10
Administración de Valores - vencimiento de cupón	18,17	18,60
Administración de Valores - vencimiento de Instrumentos No Seriados	2,80	3,99
Administración de Valores - vencimiento de Instrumentos Seriados	24,14	27,73
Administración de Valores - vencimiento de Título	31,03	30,23
Administración de Valores - vencimiento de cupón - Mandantes	18,17	18,60
Administración de Valores - vencimiento de Instrumentos No Seriados - Mandantes	2,80	3,99
Administración de Valores - vencimiento de Instrumentos Seriados - Mandantes	24,14	27,73
Administración de Valores - vencimiento de Título - Mandantes	31,03	30,23

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

10.5 Análisis de Resultados

A continuación, se presentan por tipo de servicio las variaciones que se presentan entre los ingresos calculados en base a costos (UE) y los ingresos calculados a tarifas vigentes, considerando los análisis a tarifas brutas y considerando los descuentos diferenciados.

Resultado de Servicios DCV – Año 2025/2029
Ingresos basados en UE vs Tarifas Vigentes

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas	55.977.038	17,66%	-83.931	17,66%	107.627	17,76%	22,02%	110.696	17,38%	24,18%	-2,77%
Registro de Transferencias	5.703.272	1,80%	-8.551	1,80%	10.966	1,81%	22,02%	16.481	2,59%	48,11%	-33,46%
Registro de Traspasos	9.907.196	3,12%	-14.855	3,12%	19.049	3,14%	22,02%	8.719	1,37%	-70,38%	118,48%
Depósitos desmateriales	39.308.653	12,40%	-58.939	12,40%	75.579	12,47%	22,02%	95.398	14,98%	38,22%	-20,78%
Administración de Valores	12.003.353	3,79%	-17.998	3,79%	22.879	3,77%	21,33%	10.481	1,65%	-71,72%	118,29%
Prendas	580.871	0,18%	-871	0,18%	1.117	0,18%	22,02%	3.874	0,61%	77,52%	-71,17%
Custodia de Valores	193.554.845	61,05%	-290.213	61,05%	368.918	60,86%	21,33%	391.287	61,43%	25,83%	-5,72%
TOTAL General	**317.035.227**	**100,00%**	**-475.358**	**100,00%**	**606.133**	**100,00%**	**21,58%**	**636.935**	**100,00%**	**25,37%**	**-4,84%**

Periodo 2 - 2026	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas	59.997.961	19,67%	-93.516	19,67%	115.358	19,78%	18,93%	115.562	18,22%	19,08%	-0,18%
Registro de Transferencias	5.720.916	1,88%	-8.917	1,88%	11.000	1,89%	18,93%	17.042	2,69%	47,68%	-35,45%
Registro de Traspasos	9.906.320	3,25%	-15.441	3,25%	19.047	3,27%	18,93%	8.718	1,37%	-77,11%	118,48%
Depósitos desmateriales	30.380.116	9,96%	-47.352	9,96%	58.412	10,02%	18,93%	75.332	11,88%	37,14%	-22,46%
Administración de Valores	12.210.928	4,00%	-19.033	4,00%	23.274	3,99%	18,22%	10.663	1,68%	-78,50%	118,28%
Prendas	590.112	0,19%	-920	0,19%	1.135	0,19%	18,93%	3.948	0,62%	76,70%	-71,26%
Custodia de Valores	186.182.705	61,05%	-290.195	61,05%	354.866	60,86%	18,22%	402.852	63,53%	27,96%	-11,91%
TOTAL General	**304.989.056**	**100,00%**	**-475.373**	**100,00%**	**583.091**	**96,20%**	**18,47%**	**634.117**	**100,00%**	**25,03%**	**-8,05%**

Periodo 3 - 2027	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas	65.410.709	21,69%	-104.294	21,69%	125.765	21,81%	17,07%	120.528	18,77%	13,47%	4,35%
Registro de Transferencias	6.147.616	2,04%	-9.802	2,04%	11.820	2,05%	17,07%	18.796	2,93%	47,85%	-37,11%
Registro de Traspasos	9.869.121	3,27%	-15.736	3,27%	18.975	3,29%	17,07%	8.685	1,35%	-81,18%	118,48%
Depósitos desmateriales	28.104.765	9,32%	-44.811	9,32%	54.037	9,37%	17,07%	65.680	10,23%	31,77%	-17,73%
Administración de Valores	12.412.386	4,12%	-19.791	4,12%	23.658	4,10%	16,35%	10.839	1,69%	-82,60%	118,28%
Prendas	599.646	0,20%	-956	0,20%	1.153	0,20%	17,07%	4.025	0,63%	76,25%	-71,36%
Custodia de Valores	178.973.801	59,36%	-285.364	59,36%	341.126	59,17%	16,35%	413.637	64,41%	31,01%	-17,53%
TOTAL General	**301.518.045**	**100,00%**	**-480.754**	**100,00%**	**576.535**	**95,12%**	**16,61%**	**642.189**	**100,00%**	**25,14%**	**-10,22%**

Periodo 4 - 2028	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas	69.089.992	23,24%	-112.929	23,24%	132.839	23,37%	14,99%	123.678	18,93%	8,69%	7,41%
Registro de Transferencias	6.406.067	2,15%	-10.471	2,15%	12.317	2,17%	14,99%	19.808	3,03%	47,14%	-37,82%
Registro de Traspasos	9.878.976	3,32%	-16.147	3,32%	18.994	3,34%	14,99%	8.694	1,33%	-85,73%	118,48%
Depósitos desmateriales	26.941.319	9,06%	-44.036	9,06%	51.800	9,11%	14,99%	60.617	9,28%	27,35%	-14,55%
Administración de Valores	12.611.566	4,24%	-20.614	4,24%	24.038	4,23%	14,24%	11.012	1,69%	-87,19%	118,28%
Prendas	609.484	0,21%	-996	0,21%	1.172	0,21%	14,99%	4.105	0,63%	75,73%	-71,45%
Custodia de Valores	171.740.335	57,77%	-280.714	57,77%	327.339	57,58%	14,24%	425.515	65,12%	34,03%	-23,07%
TOTAL General	**297.277.739**	**100,00%**	**-485.908**	**100,00%**	**568.499**	**93,79%**	**14,53%**	**653.429**	**100,00%**	**25,64%**	**-13,00%**

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas	70.617.042	23,47%	-115.738	23,47%	135.775	23,60%	14,76%	124.734	19,16%	7,21%	8,85%
Registro de Transferencias	6.513.826	2,17%	-10.676	2,17%	12.524	2,18%	14,76%	20.247	3,11%	47,27%	-38,14%
Registro de Traspasos	9.875.463	3,28%	-16.185	3,28%	18.988	3,30%	14,76%	8.691	1,34%	-86,24%	118,48%
Depósitos desmateriales	25.410.948	8,45%	-41.648	8,45%	48.858	8,49%	14,76%	56.004	8,60%	25,64%	-12,76%
Administración de Valores	12.532.968	4,17%	-20.541	4,17%	23.888	4,15%	14,01%	10.944	1,68%	-87,70%	118,28%
Prendas	619.640	0,21%	-1.016	0,21%	1.191	0,21%	14,76%	4.187	0,64%	75,75%	-71,55%
Custodia de Valores	175.253.688	58,26%	-287.234	58,26%	334.036	58,07%	14,01%	426.125	65,46%	32,59%	-21,61%
TOTAL General	**300.823.576**	**100,00%**	**-493.037**	**100,00%**	**575.259**	**94,91%**	**14,29%**	**650.933**	**100,00%**	**24,26%**	**-11,63%**

En términos agregados, los servicios de compraventa y custodia —que representan las principales fuentes de ingreso del DCV— presentan una variación acotada entre los periodos analizados. Esta estabilidad refleja la consistencia operativa y la madurez de estos segmentos dentro del modelo de negocio del DCV, destacándose además que, pese a su peso relativo en los ingresos totales, no muestran alteraciones significativas en sus volúmenes ni en el esfuerzo asociado.

Ahora bien, realizando un análisis desagregado al interior de los servicios, es decir por tipo de mercado en el caso de la Custodia de Valores y el Registro de Compraventas, se visualizan las siguientes variaciones:

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Resultado Custodia de Valores – Año 1

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	Tarifas
UE Custodia RF	115.723.956	59,79%	-173.515	59,79%	220.571	59,79%	59,79%	310.764	79,42%	44,17%	-29,02%
UE Custodia IF	27.351.687	14,13%	-41.011	14,13%	52.133	14,13%	14,13%	35.879	9,17%	-14,30%	45,30%
UE Custodia RV	50.479.201	26,08%	-75.688	26,08%	96.214	26,08%	26,08%	44.645	11,41%	-69,53%	115,51%
Custodia de Valores	**193.554.845**	**100,00%**	**-290.213**	**100,00%**	**368.918**	**100,00%**	**21,33%**	**391.287**	**100,00%**	**25,83%**	**-5,72%**

Resultado Custodia de Valores – Año 5

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	Tarifas
UE Custodia RF	97.564.678	55,67%	-159.905	55,67%	185.959	55,67%	14,01%	332.273	77,98%	51,88%	-44,03%
UE Custodia IF	30.875.626	17,62%	-50.604	17,62%	58.849	17,62%	14,01%	42.048	9,87%	-20,35%	39,96%
UE Custodia RV	46.813.383	26,71%	-76.725	26,71%	89.227	26,71%	14,01%	51.804	12,16%	-48,11%	72,24%
Custodia de Valores	**175.253.688**	**100,00%**	**-287.234**	**100,00%**	**334.036**	**100,00%**	**14,01%**	**426.125**	**100,00%**	**32,59%**	**-21,61%**

La custodia de valores, desagregada por tipo de instrumento, presenta diferencias relevantes al compararse con los valores derivados del modelo de unidades equivalentes. En el caso de la custodia de instrumentos de renta fija, las brechas tienden a mantenerse acotadas tanto en el primer como en el quinto año de proyección. En contraste, para la custodia de instrumentos IIF e IRV, se observa una mayor distancia respecto del valor estimado por el modelo, especialmente en el horizonte más lejano. No obstante, al analizar los resultados agrupados por categoría de servicio, las diferencias entre la tarifa vigente y la tarifa modelo tienden a reducirse, reflejando una mayor consistencia a nivel agregado.

Respecto del Servicio de Registro de Compraventas, el detalle por cada uno de los servicios es el que se presenta a continuación:

Resultado Registro de Compraventas – Año 1

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	Tarifas
Registro de Compraventas, IRF	5.701.858	10,19%	-8.549	10,19%	10.963	10,19%	22,02%	17.746	16,03%	51,82%	-38,22%
Registro de Compraventas, IIF	13.787.500	24,63%	-20.673	24,63%	26.509	24,63%	22,02%	12.317	11,13%	-67,84%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	17.446.646	31,17%	-26.159	31,17%	33.545	31,17%	22,02%	38.108	34,43%	31,36%	-11,98%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.041.035	34,02%	-28.550	34,02%	36.610	34,02%	22,02%	42.525	38,42%	32,86%	-13,91%
Registro de Compraventas	**55.977.038**	**100,00%**	**-83.931**	**100,00%**	**107.627**	**100,00%**	**22,02%**	**110.696**	**100,00%**	**24,18%**	**-2,77%**

Resultado Registro de Compraventas – Año 5

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	Tarifas
Registro de Compraventas, IRF	7.185.390	10,18%	-11.777	-0,02%	13.815	0,02%	14,76%	19.875	0,03%	40,75%	-30,49%
Registro de Compraventas, IIF	28.179.331	39,90%	-46.185	-0,07%	54.180	0,08%	14,76%	25.173	0,04%	-83,47%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.694.770	22,23%	-25.723	-0,04%	30.176	0,04%	14,76%	36.007	0,05%	28,56%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.557.551	27,70%	-32.054	-0,05%	37.603	0,05%	14,76%	43.678	0,06%	26,61%	-13,91%
Registro de Compraventas	**70.617.042**	**100,00%**	**-115.738**	**-0,16%**	**135.775**	**0,19%**	**14,76%**	**124.734**	**0,18%**	**7,21%**	**8,85%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

En el caso del servicio de compraventas, los resultados observados para los años 1 y 5 muestran una mayor convergencia entre los ingresos proyectados con base en el modelo de unidades equivalentes y las tarifas vigentes, especialmente a nivel agregado. Esta alineación sugiere una mayor consistencia entre la estructura tarifaria actual y los costos relativos del servicio. No obstante, al desagregar por tipo de mercado o instrumento, persisten diferencias relevantes que reflejan la heterogeneidad en las dinámicas operativas y económicas de cada segmento. Tal como se ha mencionado en otros apartados del estudio, el modelo basado en costos no incorpora elementos como la disposición a pagar ni las particularidades de funcionamiento de cada mercado, lo que explica parte de las brechas observadas a nivel desagregado.

Finalmente, se presentan los resultados detallados para el servicio de emisión desmaterializada de instrumentos:

Resultado Depósitos Desmateriales – Año 1

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	Tarifas
Depósitos Desmateriales - DPF	1.411.654	3,59%	-2.117	3,59%	2.714	3,59%	22,02%	2.943	3,08%	28,07%	-7,76%
Depósitos Desmateriales - Bonos	12.295.132	31,28%	-18.435	31,28%	23.640	31,28%	22,02%	10.938	11,47%	-68,55%	116,13%
Depósitos Desmateriales - BCCH	24.423.284	62,13%	-36.620	62,13%	46.959	62,13%	22,02%	79.400	83,23%	53,88%	-40,86%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.178.327	3,00%	-1.767	3,00%	2.266	3,00%	22,02%	2.119	2,22%	16,61%	6,93%
Depósitos desmateriales	**39.308.397**	**100,00%**	**-58.938**	**100,00%**	**75.578**	**100,00%**	**22,02%**	**95.398**	**100,00%**	**38,22%**	**-20,78%**

Resultado Depósitos Desmateriales – Año 5

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	Tarifas
Depósitos Desmateriales - DPF	1.053.218	0,35%	-1.726	0,35%	2.025	0,35%	14,76%	2.241	0,34%	22,97%	-9,63%
Depósitos Desmateriales - Bonos	10.764.042	3,58%	-17.642	3,58%	20.696	3,60%	14,76%	10.070	1,55%	-75,20%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	12.409.973	4,13%	-20.339	4,13%	23.861	4,15%	14,76%	41.399	6,36%	50,87%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.183.459	0,39%	-1.940	0,39%	2.275	0,40%	14,76%	2.295	0,35%	15,47%	-0,83%
Depósitos desmateriales	**25.410.948**	**8,45%**	**-41.648**	**8,45%**	**48.858**	**8,49%**	**14,76%**	**56.004**	**8,60%**	**25,64%**	**-12,76%**

En términos de ingresos, el servicio de depósitos desmaterializados continúa teniendo una alta dependencia de las emisiones del Banco Central de Chile, que representan el componente más significativo dentro de esta categoría. En el periodo 1 (2025), los ingresos estimados según el modelo basado en unidades equivalentes son un 40,9% inferiores a los ingresos calculados con tarifas vigentes para este subservicio, situación que se mantiene para el periodo 5(2029). Igual situación se visualiza en los depósitos desmateriales de los bonos, presentando una desviación de -116% en el periodo 1 y de 105,53% en el periodo 5.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

A continuación, se presenta un resumen de los resultados, a nivel de resultados por categoría de servicios, como a nivel desagregado, considerando el primer y quinto año de proyección. En el Anexo 6 se presenta el detalle de cada uno de los años:

Resultado – Año 1

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas, IRF	5.701.858	1,80%	-8.549	1,80%	10.963	1,81%	22,02%	17.746	2,79%	51,82%	-38,22%
Registro de Compraventas, IIF	13.787.500	4,35%	-20.673	4,35%	26.509	4,37%	22,02%	12.317	1,93%	-67,84%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	17.446.646	5,50%	-26.159	5,50%	33.545	5,53%	22,02%	38.108	5,98%	31,36%	-11,98%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.041.035	6,01%	-28.550	6,01%	36.610	6,04%	22,02%	42.525	6,68%	32,86%	-13,91%
Registro de Compraventas	**55.977.038**	**17,66%**	**-83.931**	**17,66%**	**107.627**	**17,76%**	**22,02%**	**110.696**	**17,38%**	**24,18%**	**-2,77%**
Registro de Transferencias, IRF	764.952	0,24%	-1.147	0,24%	1.471	0,24%	22,02%	3.129	0,49%	63,34%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.014.006	0,32%	-1.520	0,32%	1.950	0,32%	22,02%	4.148	0,65%	63,34%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.437.494	0,77%	-3.655	0,77%	4.687	0,77%	22,02%	6.474	1,02%	43,55%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.486.820	0,47%	-2.229	0,47%	2.859	0,47%	22,02%	2.730	0,43%	18,33%	4,72%
Registro de Transferencias	**5.703.272**	**1,80%**	**-8.551**	**1,80%**	**10.966**	**1,81%**	**22,02%**	**16.481**	**2,59%**	**48,11%**	**-33,46%**
Registro de Traspasos	9.907.196	3,12%	-14.855	3,12%	19.049	3,14%	22,02%	8.719	1,37%	-70,38%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.907.196**	**3,12%**	**-14.855**	**3,12%**	**19.049**	**3,14%**	**22,02%**	**8.719**	**1,37%**	**-70,38%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.411.654	0,45%	-2.117	0,45%	2.714	0,45%	22,02%	2.943	0,46%	28,07%	-7,76%
Depósitos Desmateriales - Bonos	12.295.132	3,88%	-18.435	3,88%	23.640	3,90%	22,02%	10.938	1,72%	-68,55%	116,13%
Depósitos Desmateriales - BCCH	24.423.284	7,70%	-36.620	7,70%	46.959	7,75%	22,02%	79.400	12,47%	53,88%	-40,86%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.178.327	0,37%	-1.767	0,37%	2.266	0,37%	22,02%	2.119	0,33%	16,61%	6,93%
Depósitos desmateriales	**39.308.653**	**12,40%**	**-58.939**	**12,40%**	**75.579**	**12,47%**	**22,02%**	**95.398**	**14,98%**	**38,22%**	**-20,78%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	5.932.855	1,87%	-8.896	1,87%	11.308	1,87%	21,33%	5.942	0,93%	-49,71%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	28.136	0,01%	-42	0,01%	54	0,01%	21,33%	285	0,04%	85,19%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.276.146	1,03%	-4.912	1,03%	6.244	1,03%	21,33%	2.577	0,40%	-90,61%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.766.216	0,87%	-4.148	0,87%	5.272	0,87%	21,33%	1.677	0,26%	-147,36%	214,44%
Administración de Valores	**12.003.353**	**3,79%**	**-17.998**	**3,79%**	**22.879**	**3,77%**	**21,33%**	**10.481**	**1,65%**	**-71,72%**	**118,29%**
Prendas - normales	335.136	0,11%	-502	0,11%	644	0,11%	22,02%	1.889	0,30%	73,40%	-65,89%
Prendas - Especiales	157.362	0,05%	-236	0,05%	303	0,05%	22,02%	1.143	0,18%	79,36%	-73,54%
Prendas - Banco Central	88.373	0,03%	-133	0,03%	170	0,03%	22,02%	841	0,13%	84,25%	-79,81%
Prendas	**580.871**	**0,18%**	**-871**	**0,18%**	**1.117**	**0,18%**	**22,02%**	**3.874**	**0,61%**	**77,52%**	**-71,17%**
UE Custodia RF	115.723.956	36,50%	-173.515	36,50%	220.571	36,39%	21,33%	310.764	48,79%	44,17%	-29,02%
UE Custodia IF	27.351.687	8,63%	-41.011	8,63%	52.133	8,60%	21,33%	35.879	5,63%	-14,30%	45,30%
UE Custodia RV	50.479.201	15,92%	-75.688	15,92%	96.214	15,87%	21,33%	44.645	7,01%	-69,53%	115,51%
Custodia de Valores	**193.554.845**	**61,05%**	**-290.213**	**61,05%**	**368.918**	**60,86%**	**21,33%**	**391.287**	**61,43%**	**25,83%**	**-5,72%**
TOTAL General	**317.035.227**	**100,00%**	**-475.358**	**100,00%**	**606.133**	**100,00%**	**21,58%**	**636.935**	**100,00%**	**25,37%**	**-4,84%**

Resultado – Año 5

- **Ingresos a valor UE vs Ingresos Vigentes**

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	# UE	% UE	UF	%	Ingresos UE	% Ing UE	Margen	Ing. Neto	% Ing Tar.Vig	Margen	% Tarifas
Registro de Compraventas, IRF	7.185.390	2,39%	-11.777	2,39%	13.815	2,40%	14,76%	19.875	3,05%	40,75%	-30,49%
Registro de Compraventas, IIF	28.179.331	9,37%	-46.185	9,37%	54.180	9,42%	14,76%	25.173	3,87%	-83,47%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.694.770	5,22%	-25.723	5,22%	30.176	5,25%	14,76%	36.007	5,53%	28,56%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.557.551	6,50%	-32.054	6,50%	37.603	6,54%	14,76%	43.678	6,71%	26,61%	-13,91%
Registro de Compraventas	**70.617.042**	**23,47%**	**-115.738**	**23,47%**	**135.775**	**23,60%**	**14,76%**	**124.734**	**19,16%**	**7,21%**	**8,85%**
Registro de Transferencias, IRF	1.231.579	0,41%	-2.019	0,41%	2.368	0,41%	14,76%	5.038	0,77%	59,93%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.632.559	0,54%	-2.676	0,54%	3.139	0,55%	14,76%	6.678	1,03%	59,93%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.229.074	0,74%	-3.653	0,74%	4.286	0,75%	14,76%	5.921	0,91%	38,30%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.420.614	0,47%	-2.328	0,47%	2.731	0,47%	14,76%	2.610	0,40%	10,81%	4,64%
Registro de Transferencias	**6.513.826**	**2,17%**	**-10.676**	**2,17%**	**12.524**	**2,18%**	**14,76%**	**20.247**	**3,11%**	**47,27%**	**-38,14%**
Registro de Traspasos	9.875.463	3,28%	-16.185	3,28%	18.988	3,30%	14,76%	8.691	1,34%	-86,24%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.875.463**	**3,28%**	**-16.185**	**3,28%**	**18.988**	**3,30%**	**14,76%**	**8.691**	**1,34%**	**-86,24%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.053.218	0,35%	-1.726	0,35%	2.025	0,35%	14,76%	2.241	0,34%	22,97%	-9,63%
Depósitos Desmateriales - Bonos	10.764.042	3,58%	-17.642	3,58%	20.696	3,60%	14,76%	10.070	1,55%	-75,20%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	12.409.973	4,13%	-20.339	4,13%	23.861	4,15%	14,76%	41.399	6,36%	50,87%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.183.459	0,39%	-1.940	0,39%	2.275	0,40%	14,76%	2.295	0,35%	15,47%	-0,83%
Depósitos desmateriales	**25.410.948**	**8,45%**	**-41.648**	**8,45%**	**48.858**	**8,49%**	**14,76%**	**56.004**	**8,60%**	**25,64%**	**-12,76%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	6.197.767	2,06%	-10.158	2,06%	11.813	2,05%	14,01%	6.207	0,95%	-63,65%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	29.426	0,01%	-48	0,01%	56	0,01%	14,01%	298	0,05%	83,81%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.415.784	1,14%	-5.598	1,14%	6.511	1,13%	14,01%	2.687	0,41%	-108,36%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.889.992	0,96%	-4.737	0,96%	5.508	0,96%	14,01%	1.752	0,27%	-170,39%	214,44%
Administración de Valores	**12.532.968**	**4,17%**	**-20.541**	**4,17%**	**23.888**	**4,15%**	**14,01%**	**10.944**	**1,68%**	**-87,70%**	**118,28%**
Prendas - normales	341.889	0,11%	-560	0,11%	657	0,11%	14,76%	1.927	0,30%	70,92%	-65,89%
Prendas - Especiales	170.333	0,06%	-279	0,06%	327	0,06%	14,76%	1.238	0,19%	77,44%	-73,54%
Prendas - Banco Central	107.418	0,04%	-176	0,04%	207	0,04%	14,76%	1.023	0,16%	82,79%	-79,81%
Prendas	**619.640**	**0,21%**	**-1.016**	**0,21%**	**1.191**	**0,21%**	**14,76%**	**4.187**	**0,64%**	**75,75%**	**-71,55%**
UE Custodia RF	97.564.678	32,43%	-159.905	32,43%	185.959	32,33%	14,01%	332.273	51,05%	51,88%	-44,03%
UE Custodia IF	30.875.626	10,26%	-50.604	10,26%	58.849	10,23%	14,01%	42.048	6,46%	-20,35%	39,96%
UE Custodia RV	46.813.383	15,56%	-76.725	15,56%	89.227	15,51%	14,01%	51.804	7,96%	-48,11%	72,24%
Custodia de Valores	**175.253.688**	**58,26%**	**-287.234**	**58,26%**	**334.036**	**58,07%**	**14,01%**	**426.125**	**65,46%**	**32,59%**	**-21,61%**
TOTAL General	**300.823.576**	**100,00%**	**-493.037**	**100,00%**	**575.259**	**94,91%**	**14,29%**	**650.933**	**100,00%**	**24,26%**	**-11,63%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

10.5.1 Resultado y sensibilización

Una vez realizados todos los análisis anteriores, podemos comparar los valores de la UE del presente estudio con el resultado del estudio anterior observando que este aumenta desde un valor en 2023 de 0,00186600 UF a 0,00190601 UF para los servicios no afectos a volatilidad y disminuye desde un valor de 0,00202930 UF a 0,00192270 UF para los servicios afectos a volatilidad, lo que significa un aumento de un 2,14% y una disminución de un 5,25% respectivamente. Como se aprecia, en esta versión del Estudio de Tarifas las variaciones en el valor de la unidad equivalente, tanto para los servicios afectos a volatilidad como para los no afectos, ha sido muy baja, esto muestra estabilidad en las proyecciones de los elementos y una solides del modelo que genera aún mayor confianza en los resultados de este.

Dado lo descrito en el párrafo anterior, con el fin de presentar los efectos de cada una de las variables relevantes de este estudio, a continuación, se presenta la sensibilización del valor de los valores de la UE, tomando como referencia los valores de la UE del estudio 2025 y como ésta se va afectando al considerar los parámetros del año 2023:

Para realizar este análisis se utilizarán los siguientes conceptos:

Tasa de Descuento (WACC): Es la tasa de descuento utilizada para el descuento de los flujos futuros. La determinada en el año 2021 es de UF + 9,16% y UF + 9,17% en el presente estudio.

Proyección de Demanda: Hace referencia al estudio de proyección de demanda utilizado, es decir si se utiliza el realizado el año 2023 o para el estudio 2025. Cabe destacar que el estudio de demanda permite determinar el nivel de producción medido en UE.

Costos proyectados: Este hace referencia a la proyección de los costos operacionales, de administración, depreciaciones y amortizaciones y los costos evitables para ambos estudios.

Inversión Inicial: Éste hace referencia a la estimación de Inversión Inicial con todos sus componentes además de la depreciación y amortización de cada período proyectado. Como se ha mencionado, a partir del año 2017, se incluye como requerimiento de inversión inicial, el fondo de reserva de acuerdo con las mejores prácticas establecidas por IOSCO.

Tasa Perpetuidad: En esta versión del Estudio no se incorpora esta sensibilización debido a que la tasa de perpetuidad (g) se mantuvo en un 1,8% para ambos estudios.

Tasa de descuento: En esta versión del Estudio no se incorpora este elemento dado que, como antes se ha explicado, las tarifas base vigentes consideradas en el mismo, desde el año 2025, incorporan los descuentos diferenciados por lo que, como concepto, ya no está presente.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tabla de Escenarios Sensibilizados
Impacto en el Valor de la UE

	Estudio		Var. %	Valor UE		Impacto Variación s/valor UE 2025	
	2025	2023		UE NAV	UE AV	UE NAV	UE AV
Estudio 2023				**0,00186600**	**0,00202930**		
Estudio 2025				**0,00190601**	**0,00192270**		
WACC	9,17%	9,16%	0,11%	0,00190571	0,00192228	-0,02%	-0,02%
# UEs (Miles - 5 años)	1.521.644	1.476.448	3,06%	0,00191412	0,00200061	0,43%	4,05%
Costos (5 años)	2.564.688	2.544.582	0,79%	0,00185909	0,00187500	-2,46%	-2,48%
Inversión Inicial	773.543	710.496	8,87%	0,00186779	0,00197245	-2,01%	2,59%

UEAV: Valor de la UE de los servicios afectos a volatilidad
UENAV: Valor de la UE de los servicios No afectos a volatilidad.

El análisis de sensibilidad se llevó a cabo con el objetivo de evaluar el impacto que tiene la incorporación aislada de elementos del estudio tarifario 2023 en el estudio 2025. En particular, se busca identificar cómo estos elementos influyen en el valor de la unidad equivalente (UE), tanto en los servicios afectos como en los no afectos a volatilidad.

Los resultados generales indican que, al incorporar dichos elementos, no se observan variaciones significativas en el valor de la UE. No obstante, el principal efecto se produce al modificar la cantidad de unidades equivalentes de los servicios afectos a volatilidad. En este caso, al reducirse la cantidad de UEs en la versión actual del estudio (las unidades equivalentes en el Estudio 2025 son un 3,06% superiores respecto al escenario sensibilizado), se genera un aumento del valor de la UE de un 4,052%.

En segundo lugar, se identifican como factores adicionales de impacto la variación en la inversión inicial y en los costos proyectados. Sin embargo, en ambos casos, el efecto sobre el valor de la UE es marginal, ya que las variaciones se mantienen por debajo del 2,5%.

En resumen, el análisis de sensibilidad permite concluir que el valor de la unidad equivalente es poco sensible a los cambios individuales de los componentes del estudio anterior, con excepción de las variaciones en el volumen de servicios sujetos a volatilidad, que representan el principal factor de impacto.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

11. Opinión Consultores Externos

A continuación, se presenta el resumen ejecutivo de la opinión de Econsult respecto del Estudio Tarifario 2025. En el anexo 7, se presenta el detalle de este informe.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Econsult Capital ("Econsult") fue contratado por el Depósito Central de Valores ("DCV" o la "Compañía"), para realizar una evaluación independiente del Estudio Tarifario 2025 ("Estudio Tarifario"), estudio encargado por la Comisión para el Mercado Financiero de Chile ("CMF") de acuerdo a la disposición contenida en la Norma de Carácter General Número 224 emitida en agosto de 2008, que establece los contenidos mínimos del estudio tarifario que deberán proporcionar las empresas del depósito y custodia de valores.

En este contexto, el presente informe (el "Informe") se encuentra restringido a la evaluación independiente del Estudio Tarifario 2025, de conformidad con la Norma de Carácter General Número 224 de la CMF. El Informe no tiene el alcance de un proceso de auditoría y ha tomado como correcta, verdadera, completa y suficiente toda la información entregada por DCV, así como toda otra información pública disponible. Además, observamos que cualquier descripción contenida en el Informe, no intenta reproducir todos los detalles de la misma forma que como se describen en los documentos correspondientes al Estudio Tarifario.

1. Este Informe ha sido preparado exclusivamente para el uso y beneficio del DCV dentro del contexto de la elaboración del Estudio Tarifario 2025, y no debe utilizarse en otro contexto ni para otros fines que los descritos en este documento, ni debe ser utilizado por cualquier persona a quien este Informe no esté expresamente dirigido. Este Informe, incluyendo su análisis y conclusiones, no constituye, y no debe interpretarse como una recomendación o indicación sobre cómo proceder en relación con cualquier decisión que se adopte con respecto al Estudio Tarifario 2025. No asumimos ninguna responsabilidad en relación con decisiones adoptadas por el Directorio del DCV o cualquier otra entidad en relación el Estudio Tarifario 2025, o por cualquier decisión adoptada por cualquier persona en este asunto. La fecha de preparación de este Informe es 11 de Agosto de 2025 (la "Fecha de Referencia").

2. Para preparar el presente Informe, hemos: (i) utilizado, en la forma autorizada por la administración de DCV, la información y estudios utilizados para elaborar el Estudio Tarifario 2025, según fuere necesario para preparar este Informe; (ii) sostenido conversaciones con la administración de DCV en relación al negocio de la Compañía; y (iii) tomado en consideración otra información pública, estudios financieros, análisis, reportes económicos y de mercado que consideramos relevantes, para, en lo que resultara relevante, analizar la consistencia de la información recibida de la Compañía ((i) a la (iii), colectivamente, la "Información"). La Información fue obtenida de fuentes que consideramos confiables y basada en supuestos que consideramos razonables. Por lo tanto, Econsult asume para este Informe la exactitud, corrección, integridad o suficiencia de la Información, sin ser nuestro rol verificar lo anterior. No existen garantías de si estas estimaciones y proyecciones obtenidas de fuentes públicas y de la administración de la Compañía aquí presentadas se materializarán. No asumimos responsabilidad alguna por estas estimaciones y proyecciones, o por la forma en que se obtuvieron. No ha sido parte del alcance de este Informe la verificación de dicha información, la cual se asume como correcta.

3. Como parte de nuestro trabajo, hemos asumido que la Información es verdadera, precisa, suficiente y completa, y que toda la información que podría ser relevante en el contexto de nuestro trabajo se ha puesto a nuestra disposición. Las representaciones o garantías, expresas o implícitas, con respecto a cualquier información utilizada para preparar este Informe fueron proporcionadas por DCV y no ha sido parte del alcance de este Informe la verificación de dicha información. Si cualquiera de las premisas relacionadas con ella no ocurre o si la Información resulta ser incorrecta, incompleta, inexacta o insuficiente, las conclusiones de este Informe pueden cambiar sustancialmente. De acuerdo con lo anterior, Econsult no puede aceptar y no aceptará ninguna responsabilidad por tal precisión o integridad. Respecto a la parte de la Información que nos ha sido entregada relacionada con eventos futuros, hemos asumido que dicha Información refleja las mejores estimaciones de la administración de la Compañía disponibles actualmente con respecto al desempeño futuro de DCV.

4. La preparación del análisis del Estudio Tarifario es un proceso complejo que implica varias decisiones sobre los métodos más apropiados y confiables de análisis y la aplicación de dichos métodos a las circunstancias particulares, por lo que el análisis descrito en este Informe debe considerarse como un todo y no analizado parcialmente. Para llegar a las conclusiones presentadas en este Informe, aplicamos criterios cuantitativos y cualitativos al análisis y a los factores que ahí consideramos. Llegamos a una conclusión basada en los resultados del análisis, considerados como un todo, y no hemos llegado a ninguna conclusión basada o relacionada con cualquiera de los factores o métodos de nuestro análisis considerándolos en forma aislada. Por lo tanto, la selección de partes de nuestro análisis y factores específicos sin considerar el análisis completo y sus conclusiones puede conducir a una comprensión incompleta e incorrecta de los procesos utilizados en nuestro análisis y conclusiones.

5. Este Informe no es, ni debe ser utilizado, como una recomendación de inversión o asesoramiento financiero sobre cualquier aspecto del Estudio Tarifario 2025. Los resultados presentados en este Informe se refieren exclusivamente a la evaluación independiente del Estudio Tarifario y no se aplican a ninguna otra decisión o transacción, presente o futura, relacionada con la Compañía o a la industria en la que operan.

6. El presente Informe está basado en la información entregada y disponible hasta la Fecha de Referencia, teniendo en cuenta las condiciones de mercado, económicas y otras, presentadas y evaluadas hasta la Fecha de Referencia. Aunque eventos futuros y otros en desarrollo puedan afectar las conclusiones presentadas en este Informe, no tenemos la obligación de actualizar, revisar, rectificar o derogar este Informe, en todo o en parte, como resultado de desarrollos posteriores o por cualquier otro motivo.

7. Señalamos también que no somos una empresa de contabilidad y no prestamos servicios de contabilidad o auditoría relacionados con el Contrato. Además, no proporcionamos, ni hemos brindado, servicios legales, tributarios o regulatorios con respecto a este Informe o la elaboración del Contrato.

8. Los cálculos financieros de este Informe contienen algunos redondeos y, por lo tanto, sus resultados pueden no ser siempre exactos.

9. Econsult declara que los profesionales que participaron en la elaboración de este documento son personas independientes del DCV.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Opinión respecto al Estudio Tarifario 2025 del DCV

1. El Depósito Central de Valores ("DCV" o la "Compañía") solicitó a Econsult Capital ("Econsult") elaborar un informe de opinión independiente (el "Informe") en relación con el Estudio Tarifario 2025 ("Estudio Tarifario").

2. La revisión realizada por los autores permite determinar que el Estudio Tarifario 2025 cumple con los requisitos mínimos señalados por la Norma de Carácter General Número 224 de la Comisión para el Mercado Financiero de Chile ("CMF") para la elaboración del estudio tarifario que deben proporcionar las empresas de depósito y custodia de valores:

   i. Caracterización de la empresa y el sector industrial.

   ii. Definición y caracterización de los servicios a evaluar.

   iii. Definición del modelo utilizado para cuantificar la demanda y sus proyecciones.

   iv. Determinación de la Tasa de Costo de Capital.

   v. Definición del nivel de inversión inicial y su valoración.

   vi. Determinación de la estructura de costos.

   vii. Determinación de la estructura tarifaria y mecanismos de ajuste.

3. A juicio de los autores de este Informe, el Estudio Tarifario 2025 también cumple con los requisitos generales entregados por dicha Norma de la CMF:

   - Fundamentar la estructura de ingresos y costos relevantes proyectados para su normal funcionamiento.
   - Considerar los principios de sustentabilidad financiera de la empresa, dado que las tarifas permiten obtener un retorno equivalente a la tasa de costo de capital.
   - Incluir una descripción de la estructura de tarifas de la empresa.
   - Identificar las fuentes de información y supuestos utilizados, con la finalidad de que sus resultados puedan ser analizados e interpretados por terceros independientes.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

- Cumple con los contenidos mínimos exigidos por la de Carácter General Número 224, elementos revisados en este informe de opinión.

4. Para cada uno de los contenidos mínimos solicitados por la Norma de Carácter General Número 224, hemos revisados los parámetros y las fórmulas utilizadas para los cálculos, los cuales fueron encontrados como razonables en base a la evidencia comparada.

5. Las tarifas finales calculadas dependen de una serie de supuestos tales como la tasa de costo de capital, la inversión mínima, la proyección de demanda, el cálculo de unidades equivalente, los costos proyectados, entre otros elementos. Al respecto, si bien se realizó un análisis de razonabilidad de dichos elementos, es importante destacar que la verificación y cálculo detallado de cada uno de estos parámetros está fuera del alcance de este informe.

6. En definitiva, el Estudio Tarifario 2025 del DCV cumple con los requisitos solicitados por la Norma de Carácter General Número 224 de la CMF.

Sebastián Cerda
Socio
Econsult Capital
11 de Agosto 2025

Andrés Osorio
Socio
Econsult Capital
11 de Agosto 2025

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12. ANEXOS

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.1 Anexo 1

PROYECCIÓN DE DEMANDA: INFORME ECONSULT

Resumen ejecutivo

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Objetivo del Informe

1. El presente Informe ha sido elaborado por Econsult Capital ("Econsult"), por petición del Depósito Central de Valores ("DCV"). El objetivo del Estudio es efectuar una proyección de los montos y/o volúmenes relativos a los servicios *core* que presta el DCV para los años 2025 a 2029, con el fin de ser utilizado en su estudio tarifario. Las proyecciones de los volúmenes se realizan para diversos instrumentos de cada mercado.

2. Los servicios proyectados en este Informe son:

    - Custodias: corresponde a aquel servicio donde el intermediario de valores recibe un depósito, títulos representativos de valores de oferta pública, para su resguardo, cuidado y mantención.
    - Transacciones: corresponde al registro de transferencias y de compraventas.
    - Desmaterializaciones: corresponde a las emisiones electrónicas que realizan las diferentes entidades autorizadas para emitir instrumentos de oferta pública.

3. En tanto, los diversos mercados corresponden a:

    - Instrumentos de Renta Fija ("IRF"): mercado donde se comercializan bonos y otros instrumentos de renta fija con vencimiento a más de un año plazo, emitidos por instituciones estatales y privadas.
    - Instrumentos de Intermediación Financiera ("IIF"): mercado donde se transan instrumentos con un único pago al vencimiento del instrumento que, por definición, es menor a un año.
    - Instrumentos de Renta Variable ("IRV"): mercado compuesto por los productos asociados a acciones de sociedades anónimas abiertas, cuotas de fondos mutuos y cuotas de fondos de inversión.

4. El listado de servicios proyectados se encuentra resumido en la Tabla 1.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tabla 1: Servicios proyectados

	Mercado	Instrumentos	Servicios solicitados a proyectar
1	Renta Fija (IRF)	- Bonos Banco Central - Bonos Corporativos - Letras Hipotecarias - Bonos MINVU - Bonos de Reconocimiento - Bonos Tesorería - Documento de Pago emitido por la FET	- Custodias (MM UF a valor par) - Transacciones (N° transacciones) - Desmaterializaciones (MM UF)
2	Intermediación Financiera (IIF)	- Banco Central (PDBC) - Depósitos bancarios y efectos de comercio	- Custodias (MM UF a valor par) - Transacciones (N° transacciones) - Desmaterializaciones (monto para PDBC y efectos de comercio, N° desmaterializaciones para depósitos)
3	Renta Variable (IRV)	- Acciones locales - Cuotas de fondos mutuos - Cuotas de fondos de inversión	- Custodias (MM UF a valor de mercado) - Transacciones (monto transado para acciones en mercado bursátil, N° de transacciones para mercado extrabursátil)

Fuente: Elaboración propia.

Backtesting de las proyecciones anteriores

5. De manera previa a realizar las proyecciones para el periodo 2025-2029, se comparó la proyección realizada anteriormente para los años 2023 a 2027[1] con los datos efectivos. Este ejercicio fue realizado con la finalidad de determinar si es que correspondía realizar ajustes a algunos de los modelos de proyección.

6. La proyección realizada tiene dos componentes: (i) el modelo utilizado para predecir, y (ii) los parámetros utilizados (proyección de TPM, PIB, déficit fiscal, entre otros). Por tanto, es relevante determinar si el error de predicción ocurrió por un error en el modelo o en los parámetros, para determinar los elementos que deben ser ajustados para la nueva proyección.

[1] "Proyecciones de demanda para servicios del Depósito Central de Valores (DCV) 2023-2027", Econsult Capital, septiembre 2023. Se comparan los datos efectivos versus los proyectados entre septiembre 2023 y mayo 2025.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

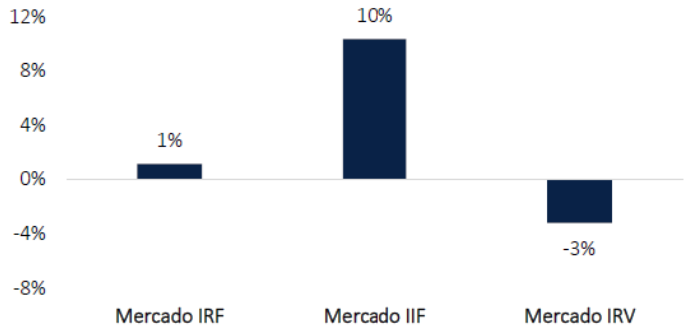
Custodias

7. En relación con el mercado de instrumentos de renta fija, el error medio de proyección[2] fue de 1% entre septiembre de 2023 y mayo de 2025. La mayor contribución al error ocurrió en los Bonos Corporativos y BTP; pues si bien las custodias de Bonos Corporativos fueron un 7% mayor a las proyectadas y las de BTP un 14% menor a las proyectadas, éstas representan el 58% y el 23% de la custodia total de IRF en el periodo analizado, respectivamente, lo cual aumenta su incidencia en el error.

8. Para los instrumentos de intermediación financiera, el error medio de proyección fue 10% entre septiembre de 2023 y mayo de 2025. La mayor contribución al error provino de los IIF de gobierno, ante a una reducción del estímulo monetario mayor a la esperada.

9. Por último, el error de proyección en custodias de instrumentos IRV fue -3%. De esta forma, es posible determinar que existió un bajo nivel de error de proyección en las custodias.

Figura 1: Error medio de proyección en custodias totales por mercado (%)



Fuente: Elaboración propia.

Transacciones

10. En relación con las transacciones, los errores de proyección fueron más significativos para el caso de transacciones de IRV de mercado extrabursátil (ME), y le siguieron las transacciones de IRF e IIF en términos de contribución al error total.

[2] Se define el error de proyección como la diferencia entre el valor proyectado y el valor efectivo.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Las transacciones de IRV ME fueron estimadas en función al promedio histórico mensual, y la trayectoria efectiva de la serie divergió del promedio a la baja.

11. Luego, para el caso de las transacciones de IRF e IIF, la desviación de las proyecciones con respecto a las transacciones efectivas se debió a proyecciones bajo lo efectivo de variables macroeconómicas como la tasa de interés de los BCP5 y la tasa de política monetaria (TPM).

Desmaterializaciones

12. Las principales diferencias entre la proyección del estudio anterior y los resultados efectivos ocurrieron en los bonos y los depósitos a plazo. En bonos, las desviaciones se acentúan por desmaterializaciones muy importantes realizados por la Tesorería General y otros corporativos en los últimos años. Al ser analizado en términos promedio, se encuentra que la proyección se mantuvo por debajo de las desmaterializaciones efectivas, principalmente a causa de estos valores atípicos.

13. Para la desmaterialización de depósitos, la proyección también se mantuvo por debajo de las desmaterializaciones efectivas, ya que se construyó en base a la convergencia a la relación histórica entre emisiones y desmaterializaciones, la cual se encuentra muy por debajo de los niveles actuales.

Metodología de Proyección

Custodias

14. El cambio en el stock de IRF e IIF es igual al flujo de emisiones netas (nuevas emisiones netas de amortizaciones). Para los instrumentos actualmente en custodia, los vencimientos son conocidos, no obstante, las nuevas emisiones y sus vencimientos deben ser proyectados. Para IRV, en tanto, el cambio en el stock de custodias es, por construcción, igual al flujo de nuevas emisiones y a los ajustes de capital por valorización o retiros del capital.

15. Instrumentos de Renta Fija: Las nuevas emisiones de IRF se relacionan a las necesidades de financiamiento futuras del sector público y del sector privado.

    - Sector Público – Tesorería: Las nuevas emisiones se proyectan de acuerdo con las necesidades de financiamiento proyectadas para el fisco. Éstas corresponden a la suma del déficit fiscal efectivo proyectado por el Ministerio de Hacienda más los vencimientos de los bonos de Tesorería (de acuerdo con el calendario de vencimientos de Hacienda).

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

- Sector Público – Banco Central: El Banco Central no ha emitido bonos en los años recientes con el propósito de aumentar el espacio a mayores emisiones de Tesorería. Por lo mismo, se asume que no habría nuevas emisiones de estos instrumentos. Para los vencimientos, en tanto, se utiliza el calendario de vencimientos reportado por el Banco Central.
- Sector privado: Las nuevas emisiones se proyectan como una proporción del ahorro privado nacional proyectado, implícito en las proyecciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el ahorro total nacional y por la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda para el ahorro público nacional.

16. Instrumentos de Intermediación Financiera: Para las nuevas emisiones de IIF se estima una demanda total para el stock de custodias de instrumentos de liquidez (IIF) en función del PIB. En tanto, para los PDBC la proyección toma en cuenta la relación entre los estímulos monetarios implementados por el Banco Central de Chile y la Tasa de Política Monetaria. La proyección de IIF privados corresponde a la diferencia entre la demanda total por instrumentos de liquidez y el stock de PDBC.

17. Instrumentos de Renta Variable: En acciones, el nivel de custodias se proyecta utilizando una regresión basada en los niveles de custodia pasados y la actividad económica, medida por el IMACEC. Para el caso de las cuotas de fondos de inversión y de fondos mutuos, se estima una relación entre patrimonio de los fondos (como proporción del PIB) y PIB per cápita en países OCDE seleccionados. Así, la proyección se realiza en base a proyecciones de PIB per cápita de Chile elaboradas por el FMI.

Transacciones

18. Instrumentos de Renta Fija: Para las transacciones de IRF, se estima una relación entre montos transados en períodos anteriores, tasas de interés de los BCP a cinco años plazo, factores de estacionalidad mensual y controlando por los efectos de la pandemia del COVID-19.

19. Instrumentos de Intermediación Financiera: En el caso de las transacciones de IIF, se estima una relación entre montos transados en períodos pasados, valor de custodias de depósitos a plazo y la tasa de política monetaria (TPM). Considera un factor de corrección por la pandemia del COVID-19.

20. Instrumentos de Renta Variable: En el caso de las transacciones de mercado bursátil, se estima una relación entre transacciones en períodos pasados y valor de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

custodias de acciones, mientras que las transacciones de mercado extrabursátil se estiman según su nivel de transacciones en períodos pasados y transacciones en mercado bursátil. Ambas relaciones consideran factores de estacionalidad mensual y controlan por los efectos de la pandemia del COVID-19.

Desmaterializaciones

21. Todos los modelos de Desmaterializaciones (PDBC, bonos corporativos, y depósitos a plazo), se construyen en base a las emisiones de cada instrumento proyectadas y la relación entre emisiones y desmaterializaciones.

22. Las letras hipotecarias no han presentado desmaterializaciones desde el 2020, por lo que se mantiene la proyección en 0 para estos instrumentos.

Resultado proyecciones periodo 2025-2029

23. Las proyecciones fueron realizadas para el periodo 2025-2029. Los resultados para los diversos servicios del DCV en cada mercado son resumidos en la Tabla 2. Las cantidades proyectadas implican un cambio en el *mix* de custodias del DCV. En primer lugar, las custodias de IRF crecerían a una tasa menor a la observada en el quinquenio inmediatamente anterior. En concreto, las custodias IRF crecerían a una tasa promedio anual de 1,9% real frente al 2,6% de los años previos. Por otro lado, las custodias de IIF e IRV crecerían a una superior a la del último quinquenio; en particular, las custodias de IIF crecerían a una tasa anual de 2,7% y las custodias de IRV crecerían a una tasa anual de 2,3%. Más allá de esto, en el mercado IIF, el nivel de custodias sería inferior a los niveles alcanzados de años anteriores.

24. Como se observa en la Tabla 2.b, en la mayoría de los mercados ocurriría una recuperación en las transacciones respecto al año 2024. En particular, las transacciones del mercado IRF crecerían a una tasa de 3,6% promedio real anual entre 2024 y 2029, al tiempo que las del mercado de IIF, las del mercado IRV extra bursátil e IRV extrabursátil se expandirían a una tasa anual de 14,9%, 3,6% y 4,2%, respectivamente.

25. Por último, los montos desmaterializados para los papeles del Banco Central irían cayendo en el tiempo. Así, la desmaterialización de los instrumentos del Banco Central se contraería a un ritmo real promedio anual de 13,5%. Por su parte, las desmaterializaciones de Bonos Corporativos se subirían a una tasa de 0,6%, mientras que las de Depósitos Bancarios una caída anual de -6,6%.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tabla 2: Proyección de Servicios del DCV. Periodo 2025-2029

2.a Custodias (diciembre de cada año)

Año	Custodias (diciembre de cada año)		
	Mercado IRF (MM UF)	Mercado IIF (MM UF)	Mercado IRV[1] (MM UF)
2020	4.668	1.716	2.581
2021	4.666	1.878	2.694
2022	4.766	2.130	2.457
2023	4.872	2.258	2.483
2024	5.067	1.631	2.167
2025	5.280	1.900	2.445
2026	5.442	2.002	2.538
2027	5.558	2.037	2.625
2028	5.621	2.059	2.715
2029	5.683	2.081	2.803
CAGR (%) (2019-24)	2,6%	-0,6%	-5,8%
CAGR (%) (2024-29)	2,3%	2,7%	3,5%

Nota: 1/ Debido a la modificación en los cálculos de custodia del DCV para fondos mutuos, para calcular el error de proyección del mercado IRV se excluyeron estos instrumentos.

2.b Transacciones (promedio mensual por año)

Año	Transacciones (promedio mensual por año)			
	Mercado IRF (N°/Mes)	Mercado IIF (N°/Mes)	Mercado IRV Bursátil (MM UF/Mes)	Mercado IRV Extra Bursátil (N°/Mes)
2020	27.428	67.385	76,0	94.885
2021	20.887	39.024	93,8	93.219
2022	18.133	44.860	80,0	69.639
2023	20.860	51.979	53,6	64.349
2024	23.135	54.538	56,3	61.778
2025	24.691	53.458	71,3	73.828
2026	27.189	73.546	68,2	74.026
2027	27.876	93.245	67,6	74.456
2028	27.929	104.064	67,7	75.443
2029	27.654	109.260	67,4	75.831
CAGR (%) (2019-24)	-6,5%	-12,3%	-8,1%	-3,3%
CAGR (%) (2024-29)	3,6%	14,9%	3,6%	4,2%

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

2.c Desmaterializaciones (promedio mensual por año)

Año	Desmaterializaciones (promedio mensual por año)			
	Mercado IIF BC (MM UF/mes)	Mercado IRF LH (MM UF/mes)	Mercado IRF Bonos Corporativos (MM UF/mes)	Mercado IIF DAP (N° láminas/mes)
2020	1.532	0	31,7	4.433
2021	1.841	0	18,2	3.868
2022	1.596	0	55,1	5.580
2023	1.253	0	56,9	9.363
2024	1.385	0	74,3	11.406
2025	1.323	0	91,1	11.147
2026	1.011	0	77,2	11.453
2027	846	0	83,0	10.235
2028	760	0	86,1	8.990
2029	690	0	83,9	8.488
CAGR (%) (2019-24)	44,0%	n/a	15,9%	15,7%
CAGR (%) (2024-29)	-13,0%	n/a	2,5%	-5,7%

Fuente: Elaboración propia.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.2 Anexo 2

DETERMINACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Contenidos

I Antecedentes generales

II Parámetros utilizados

III Resultados

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

I. Antecedentes generales

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Metodología utilizada

- La Tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) representa el costo de oportunidad del capital empleado por una empresa, incluyendo tanto los fondos propios como la deuda.
- Asimismo, refleja la rentabilidad mínima que los inversionistas (accionistas y acreedores) esperan obtener sobre los flujos de la empresa, asegurando que se genere valor y se cubran los costos financieros.
- Para determinar la tasa de descuento para el Deposito Central de Valores (DCV), se utilizó el modelo CAPM de tal manera de poder estimar una Tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC). La cual se calcula mediante la siguiente formula:

$$WACC = r_D * (1-t) * \frac{D}{A} + r_E * \left(1-\frac{D}{A}\right) \qquad r_E = r_f + \beta_L * PR$$

- Para esto, es necesario tener en cuenta los siguientes parámetros:

i. **Tasa de endeudamiento (r_D):** rentabilidad exigida por la deuda financiera.

ii. **Estructura de capital (D/A):** proporción de los activos financiados por deuda financiera.

iii. **Tasa de impuestos (t):** corresponde a la tasa de impuestos corporativa.

iii. **Tasa de rentabilidad del capital (r_E):** rentabilidad exigida por el capital propio.

a) **Tasa libre de riesgo (r_f):** representa el retorno que un inversionista puede obtener en activos sin riesgo de incumplimiento.

b) **Beta apalancado (β_L):** mide el riesgo sistemático de una empresa, considerando tanto su riesgo operativo como el riesgo financiero derivado de su nivel de endeudamiento.

c) **Premio por riesgo de mercado (PR):** es la compensación adicional que los inversionistas exigen por asumir el riesgo de invertir en un activo riesgoso en comparación con un activo libre de riesgo.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

II. Parámetros utilizados

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

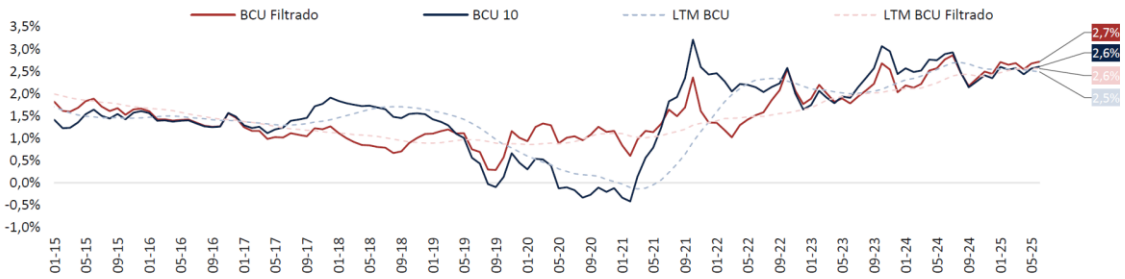
Parámetros utilizados – Tasa libre de riesgo

Tasa libre de riesgo

- La tasa libre de riesgo representa el retorno que un inversionista puede obtener en activos sin riesgo de incumplimiento.
- Para este parámetro se debe elegir un instrumento que: (i) mejor represente el horizonte de inversión, (ii) posea una menor probabilidad de no pago, y (iii) presente un alto grado de liquidez.
- Los papeles del gobierno se asimilan a una tasa libre de riesgo, en la medida en que posean cero correlación con los retornos del portafolio del mercado, y en la medida que el riesgo de default sea cero (o muy cercano a cero).
- Es importante destacar que la tasa de libre de riesgo a utilizar para la estimación de la tasa de costo del capital debe representar la situación del mercado. Sin embargo, debido a la naturaleza cíclica de esta, la situación actual de tasas puede no reflejar la situación del mercado.
- Dado lo anterior, se **puede considerar rendimientos históricos durante un periodo o incluso filtrar la serie con algún filtro estadístico** para eliminar la volatibilidad y capturar los componentes más permanente.
- De esta forma, se considera el promedio de los últimos doce meses de la serie filtrada del BCU 10.

Trayectoria BCU 10(1)

Porcentaje, %



(1) La serie filtrada corresponde al BCU a 10 años utilizando el Filtro *Christiano Fitzgerald*.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Beta apalancado:

- El beta apalancado ($\boldsymbol{\beta_L}$) representa el riesgo sistemático de una empresa considerando su estructura de capital, esto es, considerando el riesgo operativo y el riesgo financiero derivado del endeudamiento. Este se puede estimar considerando: (i) el beta despalancado (β_u), (ii) la estructura de apalancamiento y (iii) la tasa de impuestos corporativa, mediante la siguiente formula:

$$\boldsymbol{\beta_L} = \boldsymbol{\beta_u} * (1 + \frac{D}{A} * (1 - t))$$

- Se realiza esta estimación debido a que calcular el beta apalancado puede sesgar los resultados, al considerar empresas con diferentes estructuras de deuda o tratamiento tributarios.
- Estos parámetros se obtiene atreves de referencias de mercado o de industrias similares, por lo que es necesario: (i) determinar una industria representativa, (ii) estimar el beta desapalancado (β_u) y (iii) volver a apalancar el beta en base a la estructura de capital de la industria.
- Considerando que el DCV, presta servicios de custodia y transacción, para el beta se consideraron las estimaciones de Duff & Phelps, para la industria *Asset Management & Custody Banks*[1].

Industria	N° de Empresas	Beta desapalancado	Deuda/Activos
Asset Management & Custody Banks	59	1,09	10,0%

- Por ultimo, para la tasa de impuestos ($\boldsymbol{t}$) se considera la tasa de impuesto corporativa de Chile, equivalente a 27%.

Consideraciones sobre ajustes al beta

- El 2017 el DCV adoptó las recomendación de mejores prácticas del ICU-IOSCO[2] para empresas que son infraestructuras del mercado financiero.
- Dado esto, en los estudios anteriores el DCV dividió su negocio en 2: (i) el negocio operacional y (ii) los activos invertidos en reserva, ponderando el primero por el beta estimado y el segundo por un beta igual a cero[3]. En ese caso, para estimar el beta de la industria se corrigió por la caja disponible de las empresas para que refleje solo el riesgo operacional.
- Sin embargo, dado que estos activos se mantienen en reservas y son intrínsecos al negocio, se consideran parte de la operación, **por lo que a la estimación del beta no se le realizan los mencionados ajustes.**

(1) Selección de comparables de la industria Asset Management & Custody Banks de acuerdo a Duff & Phelps, información al 30 de septiembre del 2024.
(2) Organización Internacional de Comisiones de Valores del Banco de Pagos Internacionales.
(3) El DCV estima que **30,16%** de sus activos están invertidos en la reserva y **69,84%** en el negocio operacional. Actualmente el DCV invierte la reserva IOSCO en papeles AA y duración 1,5 años en promedio. Se aproxima el riesgo sistemático a cero medido respecto al mercado local. Como referencia los bonos con clasificación de riesgo BBB en escala internacional tienen beta 0,10.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Premio por riesgo

- El método más tradicional para estimar el premio por riesgo es comparar el retorno histórico de las acciones con el retorno de la tasa libre de riesgo:

$$PR = [E(r_m) - r_f]$$

- Para esto, es importante considerar que se debe utilizar un portafolio que refleje el retorno de todas las posibilidades de inversión. Debido a que en la actualidad el IPSA carece de profundidad y liquidez, no se puede estimar directamente el premio por riesgo para Chile.
- La estimación del premio por riesgo para Chile o un mercado emergente, se puede aproximar mediante: (i) el premio por riesgo para un país maduro (por ejemplo, EE.UU) y (ii) adicionarle el riesgo especifico al país.
    i. Duff & Phelps estima el retorno accionario en un 5,0%(1) para Estados Unidos.
    ii. El riesgo especifico al país se puede aproximar mediante los *Credit Defeault Swaps* (CDS)(2) para Chile.
- De igual manera que la tasa libre de riesgo, el CDS tiene componentes cíclicos por lo que se pueden considerar rendimientos históricos durante un periodo o incluso filtrar la serie con algún filtro estadístico para eliminar la volatibilidad y capturar los componentes más permanentes.

Trayectoria CDS 10(3)

Porcentaje, %

(1) Premio por riesgo estimado condicional a factores económicos. Se parte de una base para el premio por riesgo, y luego, este se ajusta por factores económicos y/o en base a proyecciones de mercado.
(2) Un CDS (Credit Default Swap) es un derivado financiero que actúa como un seguro contra el riesgo de incumplimiento de deuda. Se usa para protegerse contra el impago de un bono o préstamo.
(3) La serie filtrada corresponde al CDS a 10 años utilizando el Filtro *Christiano Fitzgerald*.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Estructura de capital

- La razón de endeudamiento utilizada para calcular la tasa de costo de capital debe definirse en función de la estructura objetivo de deuda y patrimonio. Esto se debe a que, desde la perspectiva de un tercero, es relevante considerar el nivel de endeudamiento objetivo o el ratio de mercado al que la empresa podría apalancarse. Este ratio se puede determinarse a partir de:

Estructura financiera de **largo plazo**	▪ Refleja los costos de capital asociados con decisiones futuras.
Estructura financiera de **empresas comparables**	▪ Reflejan la realidad económica y las expectativas actuales.

- Cabe mencionar que, en muchas ocasiones, el nivel de apalancamiento actual de una empresa difiere de su valor de mercado o de su objetivo a largo plazo. Esto puede deberse a que la empresa aún se encuentra en una etapa de crecimiento o a que su valor contable no refleja su valor económico(1).
- Por lo anterior, utilizar valores de mercado asegura que el cálculo del WACC sea más representativo del riesgo y las expectativas actuales de los inversionistas.
- Para la estructura de financiamiento se utiliza la misma muestra del cálculo para apalancar el beta, en base a las estimaciones de Duff & Phelps, para la industria *Asset Management & Custody Banks*(2).

Industria	N° de Empresas	Beta desapalancado	Deuda/Activos(2)
Asset Management & Custody Banks	59	1,09	10,0%

Tasa de endeudamiento

- La tasa de endeudamiento (r_D), equivale a la tasa de interés a la que la empresa se puede financiar dado su acceso al crédito y condiciones financieras.
- Esta se puede obtener mediante: (i) rendimiento de los bonos emitidos por la empresa, (ii) tasa de interés promedio de financiamiento vigente, o bien, cuando no hay datos de deuda propia, (iii) mediante tasas de referencias de mercado más algún spread en caso de ser necesario.

(1) El valor contable del equity se basa en el patrimonio neto registrado en el balance general (Activo–Pasivo), mientras que el valor de mercado refleja la capitalización bursátil calculada como el precio de la acción multiplicado por el número de acciones en circulación o bien por una opinión de valor independiente.
(2) Selección de comparables de la industria Asset Management & Custody Banks de acuerdo a Duff & Phelps, información al 30 de septiembre del 2024.
(3) A modo de referencia, la razón de endeudamiento objetivo de largo plazo informada por la Compañía corresponde a un 10%.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

III. Resultados

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tasa de descuento

- Para descontar los flujos de caja libre de la Compañía, se estimó una tasa de costo de capital promedio ponderado ("WACC"). Para calcular la tasa de descuento del patrimonio o costo de capital (r_E) se utilizó el modelo CAPM
- Los parámetros asumidos para el cálculo del WACC y del r_E son los siguientes:
  i. Tasa libre de riesgo (r_f): Se considera el promedio de los últimos doce meses de la serie filtrada del BCU 10, equivalente a 2,6%.
  ii. Beta apalancado (β_L): Calculado en base al beta desapalancado (β_U) de activos de industrias similares de 1,09(1), y utilizando la estructura de capital de la Compañía.
  iii. Premio por riesgo de mercado (PR): Basado en referencias internacionales de 6,2% para Chile(2).
  iv. Estructura de capital (D/A): Se usó la estructura de capital de la industria(1).
  v. Tasa de impuestos (t): Se considera la tasa de impuestos corporativa de 27,0% vigente en Chile.
  vi. Tasa de endeudamiento (r_D): Se considera el promedio de los últimos doce meses de la serie filtrada de la tasa y spread de las condiciones financieras obtenidas por la empresa en su último contrato de financiamiento. De esta forma, se obtiene un costo de la deuda de UF + 3,8%(3).

$$r_E = r_f + \beta_L * PR \qquad WACC = r_D * (1-t) * \frac{D}{A} + r_E * \left(1 - \frac{D}{A}\right)$$

Tasa Libre de Riesgo	Beta Apalancado	Premio por Riesgo	Costo de Capital	Estructura de Capital	Tasa de Impuestos	Tasa de Deuda	WACC
2,6%	1,18	6,2%	9,88%	10,0%	27,0%	3,8%	9,17%

(1) Selección de comparables de la industria *Asset Management & Custody Banks* de acuerdo a Duff & Phelps, información al 30 de septiembre del 2024
(2) Considera el Equity Risk Premium estimado por Duff & Phelps, de 5,0%, más el promedio filtrado del CDS a 10 años de Chile, equivalente a 1,2%
(3) Conforme a la información proporcionada por la empresa, esta obtuvo un contrato de financiamiento bancario a una tasa de TAB 180 + 0,9% con fecha 10 de junio de 2025. Para el cálculo de la tasa de la deuda, se consideró el promedio filtrado de los últimos doce meses de la TAB 180 en UF (2,90%), al que se sumó un spread de 0,94%. Este spread corresponde al spread base de 0,9%, más una diferencia adicional de 0,04%, equivalente a la brecha entre el promedio filtrado de los últimos doce meses del spread de bonos corporativos con clasificación A+ (1,29%) y el spread correspondiente a junio de 2025 (1,25%).

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Av. El Golf 99, Piso 14, Las Condes, Santiago, Chile
+562 24958871 | www.econsult.cl

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.3 Anexo 3

INVERSIONES EN FORMATO DE ESTADOS FINANCIEROS

Propiedad, planta y equipos	Inversión inicial en UF
Planta y Equipos	**10.102**
Muebles y Útiles	6.864
maquinaria de oficina	2.079
Equipos de seguridad	1.159
Equipamientos TI	**110.234**
Equipos computacionales	79.501
Paquetes computacionales	30.734
Terrenos y edificios	**38.130**
Edificios	38.130
Instalaciones fijas y accesorios	**45.207**
Instalaciones	45.207
Otros	**1.082**
Otros activos fijos	1.082
Total	**204.756**

Activos Intangibles distintos de plusvalía	
Sistema Core - Nasdaq	327.157
Sistema DCV Digital	22.379
Total	**349.536**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.4 Anexo 4

TARIFAS SEGÚN REGLAMENTO INTERNO

Documento preparado por DCV

A continuación, se presenta un resumen del capítulo de Remuneraciones por los Servicios, el que se encuentra vigente en el Reglamento Interno de la empresa

TARIFAS POR SERVICIOS DE DEPOSITO

Numeral RI	Nombre Tarifa			Base de cobro	Tarifa Vigente
18.2.	**Cobros Generales**				
18.2.1	Cuota de Incorporación			al ingreso	360 uf
18.2.2	Cuota Mensual Fija			cobro mensual	13,6 uf
18.2.3	Habilitación del sistema en las oficinas del DCV			cobro mensual	1,500000 uf
18.2.4	Extensión de jornada			por cada hora	30 uf
18.2.5	Despacho de traspasos de títulos de renta variable			por formulario	0,100000 uf
18.2.7	**Creación y administración de ambientes para pruebas**				
18.2.7.a	Ambiente para Procesamiento de Archivos			por habilitación	10 uf
18.2.7.b	Ambiente para Generación de Reportes			por habilitación	10 uf
18.2.7.c	Ambiente para Liquidación DVP			por habilitación	10 uf
18.2.7.d	Ambiente para operaciones de Envío de Solicitudes de Pago			por habilitación	10 uf
18.3.	**Servicios de Cuenta de Posición**				
18.3.1.	**Custodia de Valores**				
18.3.1.1.	**Valores de Renta Fija**	**desde**	**hasta**		
	Tramo 1	0 uf	2.000.000 uf	sobre AUC/anual	0,010270%
	Tramo 2	2.000.000 uf	8.000.000 uf	sobre AUC/anual	0,009360%
	Tramo 3	8.000.000 uf	20.000.000 uf	sobre AUC/anual	0,006480%
	Tramo 4	20.000.000 uf	∞	sobre AUC/anual	0,004223%
18.3.1.2.	**Valores de Intermediación Financiera**	**desde**	**hasta**		
	Tramo 1	0 uf	10.000.000 uf	sobre AUC/anual	0,002730%
	Tramo 2	10.000.000 uf	30.000.000 uf	sobre AUC/anual	0,001820%
	Tramo 3	30.000.000 uf	∞	sobre AUC/anual	0,001365%
18.3.1.3.	**Valores de Renta Variable**			**sobre AUC/anual**	**0,001875%**
18.3.2.	**Operaciones de Compraventa**				
18.3.2.1.	**Valores de Renta Fija**	**desde**	**hasta**	**# de operaciones**	
	Tramo 1	0	300		0,07096 uf
	Tramo 2	300	800		0,03594 uf
	Tramo 3	800	∞		0,02396 uf

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

18.3.2.2.	**Valores de Intermediación Financiera**			**# de operaciones**	**0,01920 uf**
18.3.2.3.	**Valores de Renta Variable**				
18.3.2.3.1.	**Mercado Bursatil**	**desde**	**hasta**	**Monto transado uf**	
	Tramo 1	0 uf	200.000 uf		0,009600%
	Tramo 2	200.000 uf	1.000.000 uf		0,003840%
	Tramo 3	1.000.000 uf	2.000.000 uf		0,001920%
	Tramo 4	2.000.000 uf	∞		0,000960%
18.3.2.3.2.	**Mercado Extrabursátil**			**# de operaciones**	**0,048000 uf**
18.3.3.	**Operaciones de Transferencia**			**# de operaciones**	
18.3.3.1.	**Renta fija e Intermediación Financiera**				**0,06505 uf**
18.3.3.2.	**Renta Variable**				**0,04224 uf**
18.3.3.3.	**Entre "Operador de Sistema" y Corredores de Bolsa**	**desde**	**hasta**	**# de operaciones**	
	Tramo 1	0	400		0,048000 uf
	Tramo 2	400	1.000		0,033600 uf
	Tramo 3	1.000	∞		0,096000 uf
18.3.4.	**Operaciones de Traspaso**				
	Traspaso entre cuentas de un mismo depositante			# de operaciones	0,005000 uf
18.3.5.	**Operaciones de Depósito**				
18.3.5.2.	**Valores de Renta Fija e Intermediación Financiera**				
18.3.5.2.1.	**Depósito de Emisiones Desmaterializadas**				
	Valores emitidos por el BCCh	**desde**	**hasta**	**Monto emitido**	
	Tramo 1	0 uf	20.000.000 uf		0,000500%
	Tramo 2	20.000.000 uf	40.000.000 uf		0,000325%
	Tramo 3	40.000.000 uf	∞		0,000175%
	Valores tipificados como depósitos a plazo fijo			**Cada título depositado**	**0,022 uf**
	Valores tipificados como letras de crédito			**Monto emitido**	**0,008000%**
	Valores tipificados como bonos			**Monto emitido**	**0,001000%**
	Valores no tipificados antes			**Monto emitido**	**0,001000%**
18.3.6.	**Canje electrónico de posiciones**			**Monto abonado**	**0,002000%**
18.3.7.	**Operaciones de rescate anticipado (IRF e IIF)**			**Monto nominal rescatado**	**0,001000%**
18.3.8.	**Operaciones de retiro de valores**				
18.3.8.1	Valores de renta fija e intermediación financiera			retiro de cada título	0,250000 uf
18.3.8.2	Valores de renta variable, traspaso electrónico			operación electrónica	0,060000 uf
	Valores de renta variable, traspaso físico			# formularios físicos	0,180000 uf
18.3.9.	**Administración de Valores**			**# de eventos**	**0,054600 uf**
18.3.10.	**Valorización especial de cartera**			**cobro mensual**	**10 uf**
18.3.11.	**Emisión de certificado de posición**				
	Certificados fisicos			# certificados y hasta 200 instrumentos	1 uf
				Intrumento adicional	0,002 uf
	Certificados Electrónicos			# certificados y hasta 200 instrumentos	0,20000 uf
				Intrumento adicional	0,000400 uf
18.3.12.	**Apertura de Cuentas Adicionales**			**# de cuentas/mes**	**1,4250 uf**
18.4.	**Cobros por servicio de Cuentas de Inventario**				
	Depósito por caja			# Túitulos depositados	0,0025 uf
	Informe emitido para depositante			1eros 200 títulos	0,2 uf
				Por cada título sobre 200	0,0004 uf
	Títulos mantenidos en custodia			Por cada título	0,0049 uf
18.5.	**Cobros por registro y alzamiento de prendas**				
	Notificación notarial u otro requiriente autorizado			**Cada valor prendado o alzado**	**1 uf** Tope 10 uf
	Instrucciones Electrónicas	0	250	# Instrucciones mensuales	0,3 uf
		250	500	# Instrucciones mensuales	0,2 uf
		500	∞	# Instrucciones mensuales	0,1 uf

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.5 Anexo 5

VALOR RESIDUAL Y TASA DE CRECIMIENTO

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tasa de perpetuidad

Antecedentes generales

La tasa de perpetuidad corresponde a la tasa de crecimiento que tendrían los flujos perpetuos y es utilizada en el Estudio Tarifario para estimar el Valor Residual del DCV.

$$\text{Valor Residual} = \frac{((Y_5 - C_5)(1-T) + (Dep_5 \cdot T - I_5) \cdot (1+g)}{(wacc - g)}$$

- Y_5: Ingresos Año 5
- C_5: Costos Año 5
- T: Tasa de impuestos
- Dep_5: Depreciación Año 5
- T: Tasa de impuestos
- I_5: Inversión Año 5
- g: Tasa de perpetuidad
- $wacc$: Tasa de costo de capital
- g: Tasa de perpetuidad

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tasa de perpetuidad

Normas contables relacionadas a tasa de perpetuidad

Las normas internacionales de contabilidad establecen que para calcular el valor de un activo, luego del año 5 se puede usar una tasa de crecimiento, que no exceda al crecimiento de la industria o país analizado. Dada la relación directa entre PIB y desarrollo del sector financiero, se utiliza el crecimiento de largo plazo del PIB de Chile como tasa de perpetuidad.

NIC 36: Deterioro del Valor de los Activos

- Esta Norma tiene como objetivo "establecer los procedimientos que una entidad aplicará para asegurarse de que sus activos están contabilizados por un importante que no sea superior a su importe recuperable.
- El importe recuperable es aquel que se puede recuperar por la utilización o venta del activo.

(33) Al medir el valor en uso una entidad

(c) "Estimará las proyecciones de flujos de efectivo posteriores al periodo cubierto por los presupuestos o pronósticos más recientes, extrapolando las proyecciones anteriores basadas en ellos, utilizando para los años posteriores escenarios con una tasa de crecimiento nula o decreciente, salvo que se pudiera justificar el uso de una tasa creciente. Esta tasa de crecimiento no excederá de la tasa promedio de crecimiento a largo plazo para los productos o industrias, así como para el país o países en los que opera la entidad y para el mercado en el que se utilice el activo, a menos que se pueda justificar una tasa de crecimiento mayor."

(35) "Por lo general, no se suele disponer de presupuestos o pronósticos financieros que sean detallados, explícitos y fiables, para periodos superiores a cinco años. Por esta razón, las estimaciones que haga la gerencia sobre los flujos futuros de efectivo, se basarán en los presupuestos o pronósticos más recientes, para un máximo de cinco años."

(36) Las proyecciones de flujos de efectivo hasta el final de la vida útil del activo se estimarán extrapolando las proyecciones de flujos de efectivo basados en presupuestos o pronósticos, utilizando una tasa de crecimiento para los años siguientes. Esta tasa será constante o decreciente, a menos que la información objetiva indique que una tasa creciente se ajuste mejor a los patrones que sigue el ciclo de vida del producto o del sector industrial.

Tasa de perpetuidad

Proyecciones de crecimiento de la economía chilena

El Banco Central actualiza una vez al año el crecimiento del PIB tendencial de Chile. En su IPoM de septiembre 2024, el Banco Central actualizó dicho crecimiento a **1,8%** para el periodo 2030 – 2034. **Dicha cifra es la más idónea para la tasa de perpetuidad del DCV, dado que ésta se utiliza para los flujos del DCV a partir del año 2030.**

Proyecciones de largo plazo para Chile

Fuente	Periodo	Crecimiento proyectado del PIB de Chile
Banco Central	2030 - 2034	1,8%
Banco Central	2025 - 2034	1,8%
Comité Consultivo del PIB No Minero Tendencial	2029	2,0%
Dirección de Presupuestos	2029	2,0%
Encuesta Expectativas Económicas	2027	2,1%
Fondo Monetario Internacional	2030	2,2%

Metodología del Banco Central

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1 - \alpha)\Delta K$$

- ΔY: Crecimiento del PIB
- ΔPTF: Productividad Total De Factores
- $\alpha \Delta L$: Aporte del Trabajo — Trabajo (Horas, Empleo Capital Humano)
- $(1 - \alpha)\Delta K$: Aporte del Capital — Stock de Capital Físico

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Tasa de perpetuidad

Detalle del cálculo de PIB tendencial del Banco Central

El PIB tendencial es proyectado por el Banco Central en base a la contabilidad de factores, donde se estiman cada uno de los componentes del PIB. Las proyecciones del Banco Central entregan un resultado de 1,8% para el crecimiento anual del PIB entre 2030 y 2034.

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1 - \alpha)\Delta \mathrm{K}$$

Factor	Aspectos relevantes
Productividad Total de Factores (PTF)	▪ Crecimiento de 0,35% por año
Trabajo (L)	▪ Fuerza laboral se calcula en base a proyecciones demográficas del INE de la población en edad de trabajar y una tasa de participación laboral cercana que baja de 63% a 62% en el horizonte de proyección. ▪ Horas trabajadas se reducen gradualmente entre 2024 y 2028, en base a la legislación de 40 horas. ▪ En el caso del capital humano, hay una lenta convergencia de los niveles educacionales por cohorte al promedio OCDE.
Capital (K)	▪ Crecimiento del stock de capital es coherente con proyecciones de inversión, convergiendo gradualmente a una tasa levemente inferior a 2%.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

- La tasa de perpetuidad corresponde a la tasa de crecimiento que tendrían los flujos perpetuos y es utilizada en el Estudio Tarifario para estimar el Valor Residual del DCV.
- Las normas internacionales de contabilidad establecen que para calcular el valor de un activo, luego del año 5 se puede usar una tasa de crecimiento, que no exceda al crecimiento de la industria o país analizado.
- Dada la relación directa entre PIB y desarrollo del sector financiero, se utiliza el crecimiento de largo plazo del PIB de Chile como tasa de perpetuidad.
- El Banco Central actualiza una vez al año el crecimiento del PIB tendencial de Chile. En su IPoM de septiembre 2024, el Banco Central actualizó dicho crecimiento a 1,8% para el periodo 2030 – 2034.
- La tasa de perpetuidad se utiliza para los flujos del DCV a partir del año 2030.
- Por lo tanto, el valor de 1,8% es el adecuado para la tasa de perpetuidad del DCV.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Av. El Golf 99, Piso 14, Las Condes, Santiago, Chile
+562 24958871 | www.econsult.cl

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.6 Anexo 6

ANÁLISIS DETALLADO DE RESULTADOS

A continuación, se presenta el resumen, agrupado por categoría de servicios, de los resultados para cada uno de los años proyectados, considerando las tarifas que son parte del Reglamento Interno de la empresa, aprobado en 2025:

12.6.1 Resultados para cada año de proyección, comparando ingresos basados en UE (costos) vs tarifas vigentes

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Periodo 1 - 2025	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación
Servicio	**# UE**	**% UE**	**UF**	**%**	**Ingresos UE**	**% Ing UE**	**Margen**	**Ing. Neto**	**% Ing Tar.Vig**	**Margen**	**% Tarifas**
Registro de Compraventas, IRF	5.701.858	1,80%	-8.549	1,80%	10.963	1,81%	22,02%	17.746	2,79%	51,82%	-38,22%
Registro de Compraventas, IIF	13.787.500	4,35%	-20.673	4,35%	26.509	4,37%	22,02%	12.317	1,93%	-67,84%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	17.446.646	5,50%	-26.159	5,50%	33.545	5,53%	22,02%	38.108	5,98%	31,36%	-11,98%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.041.035	6,01%	-28.550	6,01%	36.610	6,04%	22,02%	42.525	6,68%	32,86%	-13,91%
Registro de Compraventas	**55.977.038**	**17,66%**	**-83.931**	**17,66%**	**107.627**	**17,76%**	**22,02%**	**110.696**	**17,38%**	**24,18%**	**-2,77%**
Registro de Transferencias, IRF	764.952	0,24%	-1.147	0,24%	1.471	0,24%	22,02%	3.129	0,49%	63,34%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.014.006	0,32%	-1.520	0,32%	1.950	0,32%	22,02%	4.148	0,65%	63,34%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.437.494	0,77%	-3.655	0,77%	4.687	0,77%	22,02%	6.474	1,02%	43,55%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.486.820	0,47%	-2.229	0,47%	2.859	0,47%	22,02%	2.730	0,43%	18,33%	4,72%
Registro de Transferencias	**5.703.272**	**1,80%**	**-8.551**	**1,80%**	**10.966**	**1,81%**	**22,02%**	**16.481**	**2,59%**	**48,11%**	**-33,46%**
Registro de Traspasos	9.907.196	3,12%	-14.855	3,12%	19.049	3,14%	22,02%	8.719	1,37%	-70,38%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.907.196**	**3,12%**	**-14.855**	**3,12%**	**19.049**	**3,14%**	**22,02%**	**8.719**	**1,37%**	**-70,38%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.411.654	0,45%	-2.117	0,45%	2.714	0,45%	22,02%	2.943	0,46%	28,07%	-7,76%
Depósitos Desmateriales - Bonos	12.295.132	3,88%	-18.435	3,88%	23.640	3,90%	22,02%	10.938	1,72%	-68,55%	116,13%
Depósitos Desmateriales - BCCH	24.423.284	7,70%	-36.620	7,70%	46.959	7,75%	22,02%	79.400	12,47%	53,88%	-40,86%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.178.327	0,37%	-1.767	0,37%	2.266	0,37%	22,02%	2.119	0,33%	16,61%	6,93%
Depósitos desmateriales	**39.308.653**	**12,40%**	**-58.939**	**12,40%**	**75.579**	**12,47%**	**22,02%**	**95.398**	**14,98%**	**38,22%**	**-20,78%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	5.932.855	1,87%	-8.896	1,87%	11.308	1,87%	21,33%	5.942	0,93%	-49,71%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	28.136	0,01%	-42	0,01%	54	0,01%	21,33%	285	0,04%	85,19%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.276.146	1,03%	-4.912	1,03%	6.244	1,03%	21,33%	2.577	0,40%	-90,61%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.766.216	0,87%	-4.148	0,87%	5.272	0,87%	21,33%	1.677	0,26%	-147,36%	214,44%
Administración de Valores	**12.003.353**	**3,79%**	**-17.998**	**3,79%**	**22.879**	**3,77%**	**21,33%**	**10.481**	**1,65%**	**-71,72%**	**118,29%**
Prendas - normales	335.136	0,11%	-502	0,11%	644	0,11%	22,02%	1.889	0,30%	73,40%	-65,89%
Prendas - Especiales	157.362	0,05%	-236	0,05%	303	0,05%	22,02%	1.143	0,18%	79,36%	-73,54%
Prendas - Banco Central	88.373	0,03%	-133	0,03%	170	0,03%	22,02%	841	0,13%	84,25%	-79,81%
Prendas	**580.871**	**0,18%**	**-871**	**0,18%**	**1.117**	**0,18%**	**22,02%**	**3.874**	**0,61%**	**77,52%**	**-71,17%**
UE Custodia RF	115.723.956	36,50%	-173.515	36,50%	220.571	36,39%	21,33%	310.764	48,79%	44,17%	-29,02%
UE Custodia IF	27.351.687	8,63%	-41.011	8,63%	52.133	8,60%	21,33%	35.879	5,63%	-14,30%	45,30%
UE Custodia RV	50.479.201	15,92%	-75.688	15,92%	96.214	15,87%	21,33%	44.645	7,01%	-69,53%	115,51%
Custodia de Valores	**193.554.845**	**61,05%**	**-290.213**	**61,05%**	**368.918**	**60,86%**	**21,33%**	**391.287**	**61,43%**	**25,83%**	**-5,72%**
TOTAL General	**317.035.227**	**100,00%**	**-475.358**	**100,00%**	**606.133**	**100,00%**	**21,58%**	**636.935**	**100,00%**	**25,37%**	**-4,84%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Periodo 2 - 2026	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	**# UE**	**% UE**	**UF**	**%**	**Ingresos UE**	**% Ing UE**	**Margen**	**Ing. Neto**	**% Ing Tar.Vig**	**Margen**	**Tarifas**
Registro de Compraventas, IRF	6.055.241	1,99%	-9.438	1,99%	11.642	2,00%	18,93%	19.541	3,08%	51,70%	-40,42%
Registro de Compraventas, IIF	18.968.192	6,22%	-29.565	6,22%	36.470	6,25%	18,93%	16.945	2,67%	-74,48%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.882.543	5,21%	-24.755	5,21%	30.537	5,24%	18,93%	36.438	5,75%	32,06%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.091.985	6,26%	-29.758	6,26%	36.708	6,30%	18,93%	42.639	6,72%	30,21%	-13,91%
Registro de Compraventas	**59.997.961**	**19,67%**	**-93.516**	**19,67%**	**115.358**	**19,78%**	**18,93%**	**115.562**	**18,22%**	**19,08%**	**-0,18%**
Registro de Transferencias, IRF	906.136	0,30%	-1.412	0,30%	1.742	0,30%	18,93%	3.707	0,58%	61,90%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.201.157	0,39%	-1.872	0,39%	2.309	0,40%	18,93%	4.913	0,77%	61,90%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.176.011	0,71%	-3.392	0,71%	4.184	0,72%	18,93%	5.780	0,91%	41,32%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.437.610	0,47%	-2.241	0,47%	2.764	0,47%	18,93%	2.642	0,42%	15,19%	4,62%
Registro de Transferencias	**5.720.916**	**1,88%**	**-8.917**	**1,88%**	**11.000**	**1,89%**	**18,93%**	**17.042**	**2,69%**	**47,68%**	**-35,45%**
Registro de Traspasos	9.906.320	3,25%	-15.441	3,25%	19.047	3,27%	18,93%	8.718	1,37%	-77,11%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.906.320**	**3,25%**	**-15.441**	**3,25%**	**19.047**	**3,27%**	**18,93%**	**8.718**	**1,37%**	**-77,11%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.388.160	0,46%	-2.164	0,46%	2.669	0,46%	18,93%	3.024	0,48%	28,44%	-11,73%
Depósitos Desmateriales - Bonos	9.903.879	3,25%	-15.437	3,25%	19.042	3,27%	18,93%	9.265	1,46%	-66,61%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	18.192.449	5,96%	-28.356	5,96%	34.979	6,00%	18,93%	60.689	9,57%	53,28%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	895.372	0,29%	-1.396	0,29%	1.722	0,30%	18,93%	2.354	0,37%	40,72%	-26,88%
Depósitos desmateriales	**30.380.116**	**9,96%**	**-47.352**	**9,96%**	**58.412**	**10,02%**	**18,93%**	**75.332**	**11,88%**	**37,14%**	**-22,46%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	6.038.513	1,98%	-9.412	1,98%	11.509	1,97%	18,22%	6.048	0,95%	-55,63%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	28.670	0,01%	-45	0,01%	55	0,01%	18,22%	290	0,05%	84,61%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.328.014	1,09%	-5.187	1,09%	6.343	1,09%	18,22%	2.618	0,41%	-98,15%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.815.732	0,92%	-4.389	0,92%	5.367	0,92%	18,22%	1.707	0,27%	-157,14%	214,44%
Administración de Valores	**12.210.928**	**4,00%**	**-19.033**	**4,00%**	**23.274**	**3,99%**	**18,22%**	**10.663**	**1,68%**	**-78,50%**	**118,28%**
Prendas - normales	336.812	0,11%	-525	0,11%	648	0,11%	18,93%	1.898	0,30%	72,35%	-65,89%
Prendas - Especiales	160.509	0,05%	-250	0,05%	309	0,05%	18,93%	1.166	0,18%	78,55%	-73,54%
Prendas - Banco Central	92.792	0,03%	-145	0,03%	178	0,03%	18,93%	884	0,14%	83,63%	-79,81%
Prendas	**590.112**	**0,19%**	**-920**	**0,19%**	**1.135**	**0,19%**	**18,93%**	**3.948**	**0,62%**	**76,70%**	**-71,26%**
UE Custodia RF	108.671.375	35,63%	-169.381	35,63%	207.129	35,52%	18,22%	315.501	49,75%	46,31%	-34,35%
UE Custodia IF	28.661.547	9,40%	-44.674	9,40%	54.629	9,37%	18,22%	40.020	6,31%	-11,63%	36,50%
UE Custodia RV	48.849.783	16,02%	-76.140	16,02%	93.108	15,97%	18,22%	47.330	7,46%	-60,87%	96,72%
Custodia de Valores	**186.182.705**	**61,05%**	**-290.195**	**61,05%**	**354.866**	**60,86%**	**18,22%**	**402.852**	**63,53%**	**27,96%**	**-11,91%**
TOTAL General	**304.989.056**	**100,00%**	**-475.373**	**100,00%**	**583.091**	**96,20%**	**18,47%**	**634.117**	**100,00%**	**25,03%**	**-8,05%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Periodo 3 - 2027	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	**# UE**	**% UE**	**UF**	**%**	**Ingresos UE**	**% Ing UE**	**Margen**	**Ing. Neto**	**% Ing Tar.Vig**	**Margen**	**Tarifas**
Registro de Compraventas, IRF	6.413.350	2,13%	-10.226	2,13%	12.331	2,14%	17,07%	20.035	3,12%	48,96%	-38,45%
Registro de Compraventas, IIF	24.048.930	7,98%	-38.345	7,98%	46.239	8,02%	17,07%	21.484	3,35%	-78,48%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.745.492	5,22%	-25.105	5,22%	30.274	5,25%	17,07%	36.123	5,63%	30,50%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.202.938	6,37%	-30.618	6,37%	36.921	6,40%	17,07%	42.886	6,68%	28,61%	-13,91%
Registro de Compraventas	**65.410.709**	**21,69%**	**-104.294**	**21,69%**	**125.765**	**21,81%**	**17,07%**	**120.528**	**18,77%**	**13,47%**	**4,35%**
Registro de Transferencias, IRF	1.089.514	0,36%	-1.737	0,36%	2.095	0,36%	17,07%	4.457	0,69%	61,02%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.444.240	0,48%	-2.303	0,48%	2.777	0,48%	17,07%	5.908	0,92%	61,02%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.188.657	0,73%	-3.490	0,73%	4.208	0,73%	17,07%	5.813	0,91%	39,97%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.425.205	0,47%	-2.272	0,47%	2.740	0,48%	17,07%	2.618	0,41%	13,21%	4,65%
Registro de Transferencias	**6.147.616**	**2,04%**	**-9.802**	**2,04%**	**11.820**	**2,05%**	**17,07%**	**18.796**	**2,93%**	**47,85%**	**-37,11%**
Registro de Traspasos	9.869.121	3,27%	-15.736	3,27%	18.975	3,29%	17,07%	8.685	1,35%	-81,18%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.869.121**	**3,27%**	**-15.736**	**3,27%**	**18.975**	**3,29%**	**17,07%**	**8.685**	**1,35%**	**-81,18%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.224.707	0,41%	-1.953	0,41%	2.355	0,41%	17,07%	2.702	0,42%	27,73%	-12,86%
Depósitos Desmateriales - Bonos	10.643.952	3,53%	-16.971	3,53%	20.465	3,55%	17,07%	9.957	1,55%	-70,44%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	15.213.251	5,05%	-24.257	5,05%	29.250	5,07%	17,07%	50.751	7,90%	52,20%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.022.599	0,34%	-1.630	0,34%	1.966	0,34%	17,07%	2.269	0,35%	28,15%	-13,35%
Depósitos desmateriales	**28.104.765**	**9,32%**	**-44.811**	**9,32%**	**54.037**	**9,37%**	**17,07%**	**65.680**	**10,23%**	**31,77%**	**-17,73%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	6.138.137	2,04%	-9.787	2,04%	11.699	2,03%	16,35%	6.147	0,96%	-59,20%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	29.143	0,01%	-46	0,01%	56	0,01%	16,35%	295	0,05%	84,25%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.382.920	1,12%	-5.394	1,12%	6.448	1,12%	16,35%	2.661	0,41%	-102,70%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.862.186	0,95%	-4.564	0,95%	5.455	0,95%	16,35%	1.735	0,27%	-163,04%	214,44%
Administración de Valores	**12.412.386**	**4,12%**	**-19.791**	**4,12%**	**23.658**	**4,10%**	**16,35%**	**10.839**	**1,69%**	**-82,60%**	**118,28%**
Prendas - normales	338.496	0,11%	-540	0,11%	651	0,11%	17,07%	1.908	0,30%	71,71%	-65,89%
Prendas - Especiales	163.719	0,05%	-261	0,05%	315	0,05%	17,07%	1.189	0,19%	78,05%	-73,54%
Prendas - Banco Central	97.431	0,03%	-155	0,03%	187	0,03%	17,07%	928	0,14%	83,25%	-79,81%
Prendas	**599.646**	**0,20%**	**-956**	**0,20%**	**1.153**	**0,20%**	**17,07%**	**4.025**	**0,63%**	**76,25%**	**-71,36%**
UE Custodia RF	100.911.799	33,47%	-160.898	33,47%	192.339	33,36%	16,35%	324.057	50,46%	50,35%	-40,65%
UE Custodia IF	29.848.161	9,90%	-47.591	9,90%	56.891	9,87%	16,35%	41.119	6,40%	-15,74%	38,36%
UE Custodia RV	48.213.842	15,99%	-76.874	15,99%	91.896	15,94%	16,35%	48.461	7,55%	-58,63%	89,63%
Custodia de Valores	**178.973.801**	**59,36%**	**-285.364**	**59,36%**	**341.126**	**59,17%**	**16,35%**	**413.637**	**64,41%**	**31,01%**	**-17,53%**
TOTAL General	**301.518.045**	**100,00%**	**-480.754**	**100,00%**	**576.535**	**95,12%**	**16,61%**	**642.189**	**100,00%**	**25,14%**	**-10,22%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Periodo 4 - 2028	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación %
Servicio	**# UE**	**% UE**	**UF**	**%**	**Ingresos UE**	**% Ing UE**	**Margen**	**Ing. Neto**	**% Ing Tar.Vig**	**Margen**	**Tarifas**
Registro de Compraventas, IRF	7.025.782	2,36%	-11.484	2,36%	13.508	2,38%	14,99%	20.073	3,07%	42,79%	-32,70%
Registro de Compraventas, IIF	26.839.365	9,03%	-43.870	9,03%	51.604	9,08%	14,99%	23.976	3,67%	-82,97%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.767.319	5,30%	-25.772	5,30%	30.316	5,33%	14,99%	36.173	5,54%	28,75%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.457.526	6,55%	-31.804	6,55%	37.411	6,58%	14,99%	43.455	6,65%	26,81%	-13,91%
Registro de Compraventas	**69.089.992**	**23,24%**	**-112.929**	**23,24%**	**132.839**	**23,37%**	**14,99%**	**123.678**	**18,93%**	**8,69%**	**7,41%**
Registro de Transferencias, IRF	1.187.321	0,40%	-1.941	0,40%	2.283	0,40%	14,99%	4.857	0,74%	60,04%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.573.891	0,53%	-2.573	0,53%	3.026	0,53%	14,99%	6.438	0,99%	60,04%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.217.674	0,75%	-3.625	0,75%	4.264	0,75%	14,99%	5.890	0,90%	38,46%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.427.181	0,48%	-2.333	0,48%	2.744	0,48%	14,99%	2.622	0,40%	11,05%	4,63%
Registro de Transferencias	**6.406.067**	**2,15%**	**-10.471**	**2,15%**	**12.317**	**2,17%**	**14,99%**	**19.808**	**3,03%**	**47,14%**	**-37,82%**
Registro de Traspasos	9.878.976	3,32%	-16.147	3,32%	18.994	3,34%	14,99%	8.694	1,33%	-85,73%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.878.976**	**3,32%**	**-16.147**	**3,32%**	**18.994**	**3,34%**	**14,99%**	**8.694**	**1,33%**	**-85,73%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.098.637	0,37%	-1.796	0,37%	2.112	0,37%	14,99%	2.373	0,36%	24,34%	-11,00%
Depósitos Desmateriales - Bonos	11.044.460	3,72%	-18.052	3,72%	21.235	3,74%	14,99%	10.332	1,58%	-74,72%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	13.671.308	4,60%	-22.346	4,60%	26.286	4,62%	14,99%	45.607	6,98%	51,00%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.126.658	0,38%	-1.842	0,38%	2.166	0,38%	14,99%	2.305	0,35%	20,10%	-6,02%
Depósitos desmateriales	**26.941.319**	**9,06%**	**-44.036**	**9,06%**	**51.800**	**9,11%**	**14,99%**	**60.617**	**9,28%**	**27,35%**	**-14,55%**
Adm. Valores - Vcto. de cupón	6.236.635	2,10%	-10.194	2,10%	11.887	2,09%	14,24%	6.246	0,96%	-63,20%	90,31%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos No Seriados	29.610	0,01%	-48	0,01%	56	0,01%	14,24%	300	0,05%	83,86%	-81,18%
Adm. Valores - Vcto. de Instrumentos Seriados	3.437.205	1,16%	-5.618	1,16%	6.551	1,15%	14,24%	2.704	0,41%	-107,79%	142,31%
Adm. Valores - Vcto. de Título	2.908.115	0,98%	-4.753	0,98%	5.543	0,98%	14,24%	1.763	0,27%	-169,66%	214,44%
Administración de Valores	**12.611.566**	**4,24%**	**-20.614**	**4,24%**	**24.038**	**4,23%**	**14,24%**	**11.012**	**1,69%**	**-87,19%**	**118,28%**
Prendas - normales	340.188	0,11%	-556	0,11%	654	0,12%	14,99%	1.917	0,29%	71,00%	-65,89%
Prendas - Especiales	166.994	0,06%	-273	0,06%	321	0,06%	14,99%	1.213	0,19%	77,50%	-73,54%
Prendas - Banco Central	102.303	0,03%	-167	0,03%	197	0,03%	14,99%	974	0,15%	82,83%	-79,81%
Prendas	**609.484**	**0,21%**	**-996**	**0,21%**	**1.172**	**0,21%**	**14,99%**	**4.105**	**0,63%**	**75,73%**	**-71,45%**
UE Custodia RF	93.696.885	31,52%	-153.150	31,52%	178.587	31,41%	14,24%	333.783	51,08%	54,12%	-46,50%
UE Custodia IF	30.505.287	10,26%	-49.862	10,26%	58.143	10,23%	14,24%	41.594	6,37%	-19,88%	39,79%
UE Custodia RV	47.538.164	15,99%	-77.702	15,99%	90.608	15,94%	14,24%	50.139	7,67%	-54,97%	80,72%
Custodia de Valores	**171.740.335**	**57,77%**	**-280.714**	**57,77%**	**327.339**	**57,58%**	**14,24%**	**425.515**	**65,12%**	**34,03%**	**-23,07%**
TOTAL General	**297.277.739**	**100,00%**	**-485.908**	**100,00%**	**568.499**	**93,79%**	**14,53%**	**653.429**	**100,00%**	**25,64%**	**-13,00%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Periodo 5 - 2029	Unidades Equivalentes		Costo		Ingresos UE			Ing.Tarifa Vigente			Variación % Tarifas
Servicio	**# UE**	**% UE**	**UF**	**%**	**Ingresos UE**	**% Ing UE**	**Margen**	**Ing. Neto**	**% Ing Tar.Vig**	**Margen**	
Registro de Compraventas, IRF	7.185.390	2,39%	-11.777	2,39%	13.815	2,40%	14,76%	19.875	3,05%	40,75%	-30,49%
Registro de Compraventas, IIF	28.179.331	9,37%	-46.185	9,37%	54.180	9,42%	14,76%	25.173	3,87%	-83,47%	115,23%
Registro de Compraventas, IRV MB	15.694.770	5,22%	-25.723	5,22%	30.176	5,25%	14,76%	36.007	5,53%	28,56%	-16,19%
Registro de Compraventas, IRV ME	19.557.551	6,50%	-32.054	6,50%	37.603	6,54%	14,76%	43.678	6,71%	26,61%	-13,91%
Registro de Compraventas	**70.617.042**	**23,47%**	**-115.738**	**23,47%**	**135.775**	**23,60%**	**14,76%**	**124.734**	**19,16%**	**7,21%**	**8,85%**
Registro de Transferencias, IRF	1.231.579	0,41%	-2.019	0,41%	2.368	0,41%	14,76%	5.038	0,77%	59,93%	-53,00%
Registro de Transferencias, IIF	1.632.559	0,54%	-2.676	0,54%	3.139	0,55%	14,76%	6.678	1,03%	59,93%	-53,00%
Registro de Transferencias, IRV	2.229.074	0,74%	-3.653	0,74%	4.286	0,75%	14,76%	5.921	0,91%	38,30%	-27,61%
Registro de Transferencias, Op. Cámara	1.420.614	0,47%	-2.328	0,47%	2.731	0,47%	14,76%	2.610	0,40%	10,81%	4,64%
Registro de Transferencias	**6.513.826**	**2,17%**	**-10.676**	**2,17%**	**12.524**	**2,18%**	**14,76%**	**20.247**	**3,11%**	**47,27%**	**-38,14%**
Registro de Traspasos	9.875.463	3,28%	-16.185	3,28%	18.988	3,30%	14,76%	8.691	1,34%	-86,24%	118,48%
Registro de Traspasos	**9.875.463**	**3,28%**	**-16.185**	**3,28%**	**18.988**	**3,30%**	**14,76%**	**8.691**	**1,34%**	**-86,24%**	**118,48%**
Depósitos Desmateriales - DPF	1.053.218	0,35%	-1.726	0,35%	2.025	0,35%	14,76%	2.241	0,34%	22,97%	-9,63%
Depósitos Desmateriales - Bonos	10.764.042	3,58%	-17.642	3,58%	20.696	3,60%	14,76%	10.070	1,55%	-75,20%	105,53%
Depósitos Desmateriales - BCCH	12.409.973	4,13%	-20.339	4,13%	23.861	4,15%	14,76%	41.399	6,36%	50,87%	-42,36%
Depósitos Desmateriales - Otros	1.183.459	0,39%	-1.940	0,39%	2.275	0,40%	14,76%	2.295	0,35%	15,47%	-0,83%
Depósitos desmateriales	**25.410.948**	**8,45%**	**-41.648**	**8,45%**	**48.858**	**8,49%**	**14,76%**	**56.004**	**8,60%**	**25,64%**	**-12,76%**
Vcto. de cupón	6.197.767	2,06%	-10.158	2,06%	11.813	2,05%	14,01%	6.207	0,95%	-63,65%	90,31%
Vcto. de Instrumentos No Seriados	29.426	0,01%	-48	0,01%	56	0,01%	14,01%	298	0,05%	83,81%	-81,18%
Vcto. de Instrumentos Seriados	3.415.784	1,14%	-5.598	1,14%	6.511	1,13%	14,01%	2.687	0,41%	-108,36%	142,31%
Vcto. de Título	2.889.992	0,96%	-4.737	0,96%	5.508	0,96%	14,01%	1.752	0,27%	-170,39%	214,44%
Administración de Valores	**12.532.968**	**4,17%**	**-20.541**	**4,17%**	**23.888**	**4,15%**	**14,01%**	**10.944**	**1,68%**	**-87,70%**	**118,28%**
Prendas - normales	341.889	0,11%	-560	0,11%	657	0,11%	14,76%	1.927	0,30%	70,92%	-65,89%
Prendas - Especiales	170.333	0,06%	-279	0,06%	327	0,06%	14,76%	1.238	0,19%	77,44%	-73,54%
Prendas - Banco Central	107.418	0,04%	-176	0,04%	207	0,04%	14,76%	1.023	0,16%	82,79%	-79,81%
Prendas	**619.640**	**0,21%**	**-1.016**	**0,21%**	**1.191**	**0,21%**	**14,76%**	**4.187**	**0,64%**	**75,75%**	**-71,55%**
UE Custodia RF	97.564.678	32,43%	-159.905	32,43%	185.959	32,33%	14,01%	332.273	51,05%	51,88%	-44,03%
UE Custodia IF	30.875.626	10,26%	-50.604	10,26%	58.849	10,23%	14,01%	42.048	6,46%	-20,35%	39,96%
UE Custodia RV	46.813.383	15,56%	-76.725	15,56%	89.227	15,51%	14,01%	51.804	7,96%	-48,11%	72,24%
Custodia de Valores	**175.253.688**	**58,26%**	**-287.234**	**58,26%**	**334.036**	**58,07%**	**14,01%**	**426.125**	**65,46%**	**32,59%**	**-21,61%**
TOTAL General	**300.823.576**	**100,00%**	**-493.037**	**100,00%**	**575.259**	**94,91%**	**14,29%**	**650.933**	**100,00%**	**24,26%**	**-11,63%**

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

12.7 Anexo 7

INFORME DE OPINIÓN CONSULTORES EXTERNOS – ESTUDIO TARIFARIO 2025

Informe de Opinión
Estudio Tarifario 2025
11 de Agosto de 2025

Econsult
CAPITAL

Informe preparado por Econsult Capital

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Econsult Capital ("Econsult") fue contratado por el Depósito Central de Valores ("DCV" o la "Compañía"), para realizar una evaluación independiente del Estudio Tarifario 2025 ("Estudio Tarifario"), estudio encargado por la Comisión para el Mercado Financiero de Chile ("CMF") de acuerdo a la disposición contenida en la Norma de Carácter General Número 224 emitida en agosto de 2008, que establece los contenidos mínimos del estudio tarifario que deberán proporcionar las empresas del depósito y custodia de valores.

En este contexto, el presente informe (el "Informe") se encuentra restringido a la evaluación independiente del Estudio Tarifario 2025, de conformidad con la Norma de Carácter General Número 224 de la CMF. El Informe no tiene el alcance de un proceso de auditoría y ha tomado como correcta, verdadera, completa y suficiente toda la información entregada por DCV, así como toda otra información pública disponible. Además, observamos que cualquier descripción contenida en el Informe, no intenta reproducir todos los detalles de la misma forma que como se describen en los documentos correspondientes al Estudio Tarifario.

1. Este Informe ha sido preparado exclusivamente para el uso y beneficio del DCV dentro del contexto de la elaboración del Estudio Tarifario 2025, y no debe utilizarse en otro contexto ni para otros fines que los descritos en este documento, ni debe ser utilizado por cualquier persona a quien este Informe no esté expresamente dirigido. Este Informe, incluyendo su análisis y conclusiones, no constituye, y no debe interpretarse como una recomendación o indicación sobre cómo proceder en relación con cualquier decisión que se adopte con respecto al Estudio Tarifario 2025. No asumimos ninguna responsabilidad en relación con decisiones adoptadas por el Directorio del DCV o cualquier otra entidad en relación el Estudio Tarifario 2025, o por cualquier decisión adoptada por cualquier persona en este asunto. La fecha de preparación de este Informe es 11 de Agosto de 2025 (la "Fecha de Referencia").

2. Para preparar el presente Informe, hemos: (i) utilizado, en la forma autorizada por la administración de DCV, la información y estudios utilizados para elaborar el Estudio Tarifario 2025, según fuere necesario para preparar este Informe; (ii) sostenido conversaciones con la administración de DCV en relación al negocio de la Compañía; y (iii) tomado en consideración otra información pública, estudios financieros, análisis, reportes económicos y de mercado que consideramos relevantes, para, en lo que resultara relevante, analizar la consistencia de la información recibida de la Compañía ((i) a la (iii), colectivamente, la "Información"). La Información fue obtenida de fuentes que consideramos confiables y basada en supuestos que consideramos razonables. Por lo tanto, Econsult asume para este Informe la exactitud, corrección, integridad o suficiencia de la Información, sin ser nuestro rol verificar lo anterior. No existen garantías de si estas estimaciones y proyecciones obtenidas de fuentes públicas y de la administración de la Compañía aquí presentadas se materializarán. No asumimos responsabilidad alguna por estas estimaciones y proyecciones, o por la forma en que se obtuvieron. No ha sido parte del alcance de este Informe la verificación de dicha información, la cual se asume como correcta.

3. Como parte de nuestro trabajo, hemos asumido que la Información es verdadera, precisa, suficiente y completa, y que toda la información que podría ser relevante en el contexto de nuestro trabajo se ha puesto a nuestra disposición. Las representaciones o garantías, expresas o implícitas, con respecto a cualquier información utilizada para preparar este Informe fueron proporcionadas por DCV y no ha sido parte del alcance de este Informe la verificación de dicha información. Si cualquiera de las premisas relacionadas con ella no ocurre o si la Información resulta ser incorrecta, incompleta, inexacta o insuficiente, las conclusiones de este Informe pueden cambiar sustancialmente. De acuerdo con lo anterior, Econsult no puede aceptar y no aceptará ninguna responsabilidad por tal precisión o integridad. Respecto a la parte de la Información que nos ha sido entregada relacionada con eventos futuros, hemos asumido que dicha Información refleja las mejores estimaciones de la administración de la Compañía disponibles actualmente con respecto al desempeño futuro de DCV.

4. La preparación del análisis del Estudio Tarifario es un proceso complejo que implica varias decisiones sobre los métodos más apropiados y confiables de análisis y la aplicación de dichos métodos a las circunstancias particulares, por lo que el análisis descrito en este Informe debe considerarse como un todo y no analizado parcialmente. Para llegar a las conclusiones presentadas en este Informe, aplicamos criterios cuantitativos y cualitativos al análisis y a los factores que ahí consideramos. Llegamos a una conclusión basada en los resultados del análisis, considerados como un todo, y no hemos llegado a ninguna conclusión basada o relacionada con cualquiera de los factores o métodos de nuestro análisis considerándolos en forma aislada. Por lo tanto, la selección de partes de nuestro análisis y factores específicos sin considerar el análisis completo y sus conclusiones puede conducir a una comprensión incompleta e incorrecta de los procesos utilizados en nuestro análisis y conclusiones.

5. Este Informe no es, ni debe ser utilizado, como una recomendación de inversión o asesoramiento financiero sobre cualquier aspecto del Estudio Tarifario 2025. Los resultados presentados en este Informe se refieren exclusivamente a la evaluación independiente del Estudio Tarifario y no se aplican a ninguna otra decisión o transacción, presente o futura, relacionada con la Compañía o a la industria en la que operan.

6. El presente Informe está basado en la información entregada y disponible hasta la Fecha de Referencia, teniendo en cuenta las condiciones de mercado, económicas y otras, presentadas y evaluadas hasta la Fecha de Referencia. Aunque eventos futuros y otros en desarrollo puedan afectar las conclusiones presentadas en este Informe, no tenemos la obligación de actualizar, revisar, rectificar o derogar este Informe, en todo o en parte, como resultado de desarrollos posteriores o por cualquier otro motivo.

7. Señalamos también que no somos una empresa de contabilidad y no prestamos servicios de contabilidad o auditoría relacionados con el Contrato. Además, no proporcionamos, ni hemos brindado, servicios legales, tributarios o regulatorios con respecto a este Informe o la elaboración del Contrato.

8. Los cálculos financieros de este Informe contienen algunos redondeos y, por lo tanto, sus resultados pueden no ser siempre exactos.

9. Econsult declara que los profesionales que participaron en la elaborcción de este documento son personas independientes del DCV.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Opinión respecto al Estudio Tarifario 2025 del DCV

1. El Depósito Central de Valores ("DCV" o la "Compañía") solicitó a Econsult Capital ("Econsult") elaborar un informe de opinión independiente (el "Informe") en relación con el Estudio Tarifario 2025 ("Estudio Tarifario").

2. La revisión realizada por los autores permite determinar que el Estudio Tarifario 2025 cumple con los requisitos mínimos señalados por la Norma de Carácter General Número 224 de la Comisión para el Mercado Financiero de Chile ("CMF") para la elaboración del estudio tarifario que deben proporcionar las empresas de depósito y custodia de valores:

   i. Caracterización de la empresa y el sector industrial.

   ii. Definición y caracterización de los servicios a evaluar.

   iii. Definición del modelo utilizado para cuantificar la demanda y sus proyecciones.

   iv. Determinación de la Tasa de Costo de Capital.

   v. Definición del nivel de inversión inicial y su valoración.

   vi. Determinación de la estructura de costos.

   vii. Determinación de la estructura tarifaria y mecanismos de ajuste.

3. A juicio de los autores de este Informe, el Estudio Tarifario 2025 también cumple con los requisitos generales entregados por dicha Norma de la CMF:

   - Fundamentar la estructura de ingresos y costos relevantes proyectados para su normal funcionamiento.
   - Considerar los principios de sustentabilidad financiera de la empresa, dado que las tarifas permiten obtener un retorno equivalente a la tasa de costo de capital.
   - Incluir una descripción de la estructura de tarifas de la empresa.
   - Identificar las fuentes de información y supuestos utilizados, con la finalidad de que sus resultados puedan ser analizados e interpretados por terceros independientes.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

- Cumple con los contenidos mínimos exigidos por la de Carácter General Número 224, elementos revisados en este informe de opinión.

4. Para cada uno de los contenidos mínimos solicitados por la Norma de Carácter General Número 224, hemos revisados los parámetros y las fórmulas utilizadas para los cálculos, los cuales fueron encontrados como razonables en base a la evidencia comparada.

5. Las tarifas finales calculadas dependen de una serie de supuestos tales como la tasa de costo de capital, la inversión mínima, la proyección de demanda, el cálculo de unidades equivalente, los costos proyectados, entre otros elementos. Al respecto, si bien se realizó un análisis de razonabilidad de dichos elementos, es importante destacar que la verificación y cálculo detallado de cada uno de estos parámetros está fuera del alcance de este informe.

6. En definitiva, el Estudio Tarifario 2025 del DCV cumple con los requisitos solicitados por la Norma de Carácter General Número 224 de la CMF.

Sebastián Cerda
Socio
Econsult Capital
11 de Agosto 2025

Andrés Osorio
Socio
Econsult Capital
11 de Agosto 2025

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

1. Alcance del Informe y Consideraciones Generales

Solicitud del Directorio del DCV

7. El DCV contrató a Econsult Capital para que actúe como evaluador independiente en relación con el Estudio Tarifario 2025, estudio realizado de acuerdo a la disposición contenida en la Norma de Carácter General Número 224 emitida en agosto de 2008 por la CMF, que establece los contenidos mínimos del estudio tarifario que deberán proporcionar las empresas del depósito y custodia de valores.

8. En este contexto, se le ha solicitado a Econsult preparar un informe de opinión respecto a dicho Estudio Tarifario correspondiente al año 2025.

9. Para esta evaluación se utilizó la siguiente de información:

	Archivo
1	Estudio Tarifario, DCV, Agosto 2025
2	Estudios tarifarios 2023, 2021 y 2019 del DCV
3	Proyección de Demanda de Servicios del DCV 2025 - 2029, Documento preparado por Econsult, Julio 2025
4	Tasa de Costo de Capital, Documento preparado por Econsult, Julio 2025
5	Tasa de Perpetuidad, Documento preparado por Econsult, Julio 2025
6	Informe de Assessment Modelo Unidad Equivalente, EY, Septiembre 2023

2. Entendimiento del DCV

10. El DCV es una sociedad anónima constituida de acuerdo con la Ley 18.876, su reglamento y a las instrucciones impartidas por la CMF.

11. El DCV tiene como objeto exclusivo recibir en depósito valores y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores entre los depositantes, de acuerdo con los procedimientos contemplados en la citada Ley.

12. El DCV es una entidad que procesa y registra electrónicamente las operaciones de transferencia efectuadas en las bolsas de valores y en el mercado extrabursátil; coordina y suministra la información necesaria para la liquidación financiera de las operaciones y permite la emisión desmaterializada de valores realizada por los entes emisores del mercado, tanto a nivel público como también privado, realizando el registro, inscripción y finalmente la colocación de los valores. El DCV ofrece servicios como el registro de prendas, custodia de valores nacionales e

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

internacionales, manejo de cuentas para pagos, registro de contratos forward con firmas electrónicas, y entrega informes detallados sobre los valores custodiados.

3. Entendimiento del Estudio Tarifario 2025

13. La Ley N° 20.190 modificó la Ley N° 18.876 sobre Depósito y Custodia de Valores, incorporando un requerimiento a estas entidades de proporcionar un estudio tarifario, de conocimiento público que respalde la estructura de remuneraciones a ser aplicada por los servicios que presten.

14. En particular, el artículo 20 de dicha Ley estable que las entidades de depósito y registro de valores como el DCV deben "proporcionar un estudio tarifario, el cual será de conocimiento público, respaldando la estructura de remuneraciones a ser aplicadas por los servicios prestados. El estudio debe fundamentarse en la estructura de ingresos y costos relevantes proyectados por la empresa para su normal funcionamiento. Para ello, se deberá tener en consideración los principios de equilibrio financiero de la empresa y de equidad entre los usuarios. Los contenidos mínimos para la elaboración del estudio serán establecidos por la Superintendencia a través de una norma de carácter general. Con todo, el referido estudio deberá ser actualizado a lo menos cada dos años o con ocasión de ajustes a las tarifas de la empresa. Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia podrá requerir en cualquier oportunidad una actualización del referido estudio"[1].

15. La Norma de Carácter General 224 de la CMF establece los contenidos mínimos para la elaboración del estudio tarifario que deberán proporcionar las empresas de depósito y custodia de valores. Estos contenidos mínimos corresponden a:

    i. Caracterización de la empresa y el sector industrial.

    ii. Definición y caracterización de los servicios a evaluar.

    iii. Definición del modelo utilizado para cuantificar la demanda y sus proyecciones.

    iv. Determinación de la Tasa de Costo de Capital.

    v. Definición del nivel de inversión inicial y su valoración.

[1] Ley N°18.876, artículo 20.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

vi. Determinación de la estructura de costos.

vii. Determinación de la estructura tarifaria y mecanismos de ajuste.

16. A continuación, se procederá a revisar si el Estudio Tarifario 2025 cumple con cada uno de los contenidos mínimos solicitados por la CMF en su Norma de Carácter General 224 y se entregará un análisis respecto a la racionalidad de dichos contenidos.

4. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a la caracterización de la empresa y el sector industrial

17. El Capítulo 2 del Estudio Tarifario realiza una descripción de la empresa y el sector industrial donde se desenvuelve el DCV.

18. Respecto a la empresa, en el Estudio Tarifario se detallan los siguientes elementos:

- Antecedentes generales de la empresa.
- Estructura de propiedad.
- Marco legal.
- Estructura organizacional.
- Gobierno corporativo.
- Descripción de filiales y negocios asociados.
- Evolución de ingresos del DCV.

19. Respecto al sector industrial donde funciona el DCV, en el Estudio Tarifario, se detallan los siguientes elementos:

- Evolución del monto total en depósito, durante los últimos diez años.
- Evolución del monto total en depósito por instrumento, durante los últimos diez años.
- Evolución de las desmaterializaciones realizadas, durante los últimos diez años.
- Evolución del registro de operaciones, durante los últimos diez años.
- Evolución de la cantidad de compraventas registradas (número de operaciones y montos transados), durante los últimos diez años.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

20. Por lo tanto, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el primer requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter General 224, al realizar una caracterización de la empresa y del sector industrial donde se desempeña el DCV.

5. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a la definición y caracterización de los servicios a evaluar

21. El Capítulo 3 del Estudio Tarifario realiza una descripción de los servicios a evaluar.

22. En primer lugar, en dicho capítulo se describen los principales servicios a evaluar, que pueden ser divididos en las siguientes categorías:

    - Custodia de valores.
    - Transferencia y registro de compraventas de valores.
    - Depósito desmaterializado.
    - Administración de valores.

23. Con posterioridad a dicha clasificación, el Estudio Tarifario entrega una desagregación de las subcategorías de dichos servicios.

24. Luego de esto, se detallan aquellos servicios que presta la empresa, pero que no son parte del estudio tarifario:

    - Servicios internacionales: excluidos por tener un carácter competitivo y por tanto la información de costo no puede ser revelada.
    - Registro centralizado de contratos forwards: excluidos por no formar parte de los servicios de custodia y liquidación de valores del DCV.
    - Servicios no maduros o de escaso uso: excluidos por ser servicios complementarios de poco uso, que representan cerca del 2% del total de los servicios remunerados.

25. Econsult considera que se ha justificado apropiadamente aquellos servicios que son excluidos del Estudio Tarifario.

26. Por lo tanto, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el segundo requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

General 224, al realizar una definición y caracterización de los servicios a evaluar.

6. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a definición del modelo utilizado para cuantificar la demanda y sus proyecciones

27. El Capítulo 4 del Estudio Tarifario considera un análisis de la proyección de demanda.

28. La proyección de demanda fue elaborada por Econsult en base a resultados de regresiones econométricas, otras técnicas estadísticas y el uso de proyecciones macroeconómicas de mercado.

29. La metodología realizada por Econsult fue validada por los respectivos evaluadores independientes en el contexto del Estudio Tarifario 2019 y Estudio Tarifario 2021 del DCV.

30. Para esta nueva estimación se realizaron algunos ajustes en las proyecciones, que incluyen la reestimación de sus coeficientes de las regresiones econométricas, actualización de las proyecciones de variables macroeconómicas utilizadas y se añadieron controles temporales para aislar los efectos del periodo de pandemia sobre el volumen de servicios del DCV.

31. Junto a esto, existen dos modificaciones relevantes con respecto al informe de 2023. Por un lado, no se incluyen las proyecciones de Pagarés Reajustables del Banco Central (PRC) y Cupones de Emisión Reajustables Opcionales (CERO), pues el Banco Central ya no emite estos instrumentos y su custodia actual es cero. Por otro lado, se incluye la proyección del instrumento "Documento de Pago emitido por la FET – Ley 21.472" el cual fue incluido en agosto de 2023 como un nuevo valor a ser custodiado por el DCV.

32. Por último, al comparar la diferencia entre la predicción anterior del modelo de Econsult y los resultados efectivos, se encuentra un bajo error de estimación de custodias, con un error de proyección entre septiembre 2023 y mayo 2025 de 1% para IRF y 3% para IRV. Por su parte, el error de proyección en custodias de IIF fue mayor a dicha cifra, dada la relevante reducción en custodias de PDBC del Banco Central. Si bien el escenario proyectado en el Estudio Tarifario 2023 incluía una caída en la custodia de PDBC, la velocidad de reducción de dicho servicio fue superior a lo proyectada; más allá de esto, el error medio de proyección en custodia de instrumentos de intermediación financiera es de 10%.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

33. Por lo tanto, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el tercer requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter General 224, al definir del modelo utilizado para cuantificar la demanda y sus proyecciones, junto a señalar las fuentes de información utilizadas. Dicho modelo de proyección fue realizado por Econsult, bajo una metodología validada previamente por los evaluadores independientes de los estudios tarifarios anteriores del DCV y cumple con los estándares habituales en este tipo de proyecciones.

7. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a la determinación de la Tasa de Costo de Capital

34. El Capítulo 5 del Estudio Tarifario considera un análisis de la tasa de costo de capital del DCV.

35. Dicho análisis se basa en el informe externo "Tasa de Costo de Capital" elaborado por Econsult. Respecto al cálculo realizado en dicho informe, las fórmulas para calcular la tasa de costo de capital y la tasa de costo del patrimonio son práctica habitual en la literatura financiera, por lo cual son razonables.

36. La metodología y fuentes utilizadas por Econsult contiene una serie de modificaciones respecto a las metodologías anteriores utilizadas por el DCV para el cálculo de la tasa de costo de capital:

- La nueva metodología considera la tasa de libre de riesgo de la serie filtrada del BCU10 de los últimos doce meses, en vez de utilizar el promedio de la semana previa a la elaboración del estudio.
- La nueva metodología aplica la estructura de endeudamiento de la industria, en vez de utilizar la estructura objetivo del DCV, más allá que ambas metodologías llevan a un endeudamiento de 10%.
- La nueva metodología utiliza como industria de referencia la base de "Asset Management & Custody Banks" de Duff & Phelps, en vez de "Information Services" de Damodaran, dado que su estructura sería más representativa del DCV.
- La nueva metodología aplicó como referencia el último financiamiento del DCV para la tasa de deuda, en vez de la metodología anterior que no utilizaba tasa de endeudamiento.

37. El principal cambió metodológico corresponde a la eliminación del ajuste al beta. El 2017 el DCV adoptó la recomendación de mejores prácticas de ICU-

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

IOSCO para empresas que son infraestructuras del mercado financiero. Dado esto, en los estudios anteriores el DCV dividió su negocio en: (i) el negocio operacional y (ii) los activos invertidos en reserva, ponderando el primero por el beta estimado y el segundo por un beta igual a cero. En ese caso, para estimar el beta de la industria se corregía por la caja disponible de las empresas, para que refleje solo el riesgo operacional. Sin embargo, dado que estos activos se mantienen en reservas y son intrínsecos al negocio, se consideran parte de la operación, por lo que bajo la nueva metodología, en la estimación del beta no se le realizan los mencionados ajustes.

38. A partir de dichos cálculos, los autores obtienen una tasa de costo de capital de 9,17% (en UF). Esta tasa es ligeramente superior a la utilizada en el Estudio Tarifario 2023 (9,16%), lo cual se explica principalmente por la eliminación del ajuste del beta —que aumenta el valor de la tasa— y por un menor valor de la tasa libre de riesgo —que la reduce.

39. La tasa WACC calculada por los autores es cercana a la tasa de descuento de otros sectores regulados de Chile que enfrentan riesgo de demanda, tales como el sanitario (7% hacia arriba), distribución eléctrica (rango 6% - 8%), transmisión eléctrica (rango 7% - 10%), distribución de gas por red (6% más spread de 3%, hacia arriba).

40. Por lo tanto, si bien el valor de la tasa de descuento es contingente a la fecha de estimación, los criterios utilizados para su cálculo son razonables y el valor resultante se encuentra dentro de un rango de tasas de descuento comparables.

41. En definitiva, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el cuarto requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter General 224, al realizar una detallada explicación del cálculo de su tasa de costo de capital y señalando los parámetros y fuentes utilizados para su cálculo.

8. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a la definición del nivel de inversión inicial y su valorización

42. El Capítulo 6 del Estudio Tarifario considera un análisis de la inversión inicial que requeriría el DCV para prestar sus actuales servicios.

43. Esta inversión inicial considera los diferentes elementos tales como la infraestructura tecnológica, inmuebles, estaciones de trabajo y aquellos componentes necesarios para la operación del DCV.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

44. Respecto al Estudio Tarifario anterior, algunas diferencias relevantes en la inversión inicial son:

- Una disminución en la inversión de hardware y software corporativo, dado que algunos componentes tecnológicos han cambiado desde licencia perpetua a suscripción de software, ante lo cual pasaría a ser un costo operacional.
- Inclusión del denominado Sitio Administrativo N°1, correspondiente a la oficina ubicada en Apoquindo 4.001, piso N°4, Las Condes. Esta instalación había sido excluida del Estudio Tarifario 2023, dado que había disminuido la necesidad de infraestructura de oficina ante el trabajo remoto durante la pandemia.
- Se incluye el costo involucrado en desarrollar el Sistema DCV Digital, correspondiente a una infraestructura destinada a la emisión y custodia de instrumentos financieros digitales, la cual fue habilitada durante el año 2025.

45. De tal forma de ser consecuente con los principios de CPSS-IOSCO, a la inversión inicial se le agregan el monto necesario para mantener 6 meses de gastos corrientes. Por lo tanto, se entrega cumplimiento a los principios establecidos para mejores prácticas de Empresas de Infraestructura de Mercado Financiero ("FMI").

46. Con la finalidad de obtener la inversión inicial necesaria para los servicios contenidos en este Estudio Tarifario, se descuenta la inversión proporcional de aquellos servicios realizados por DCV Registros que usen plataformas en común con el DCV. Esto fue realizado mediante una revisión de cada uno de los componentes que involucra la inversión inicial. En este Estudio Tarifario, el porcentaje de la inversión inicial destinada a la filial bajó desde 23,3% a 22,9%.

47. En definitiva, la inversión inicial aumentó debido a los mayores costos derivados de la reapertura de las instalaciones del piso 4 y de los gastos tecnológicos de desarrollar DCV Digital, los cuales superan a la disminución de la inversión en hardware y software corporativo.

48. Por lo tanto, la determinación de la inversión inicial cumple criterios de razonabilidad, al ser elaborada en base a los estándares tecnológicos que actualmente entrega el DCV en sus servicios, a precios de reposición o mercado (según sea el caso), cumpliendo las solicitudes de mejores prácticas de IOSCO para reserva operacional y excluyendo aquella parte de

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

los costos conjuntos que sean utilizados por servicios que no son partes de este Estudio Tarifario (DCV Registros).

49. En definitiva, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el quinto requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter General 224, de determinar el nivel de inversión inicial y su valorización.

9. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a la estructura de costos

Unidad Equivalente

50. El Capítulo 7 del Estudio Tarifario entrega un detalle respecto al cálculo de la unidad de medida básica de las operaciones del DCV, por la cual se asignan los recursos asociados a la entrega de cada servicio.

51. Esta unidad de medida se llama Unidad Equivalente (UE) y corresponde a un parámetro de medición de esfuerzo estándar, de tal forma que todos los servicios pueden ser medidos como múltiplos de dicha unidad.

52. De acuerdo al informe de *assessment* de la empresa consultora Ernst&Young ("EY"), elaborado en el contexto del Estudio Tarifario 2023, el método de cálculo de las unidades equivalentes está estructurado con criterios razonables. Más aún, dicho informe señala que "el Modelo de Unidad Equivalente, ha sido diseñado con supuestos de criterio experto razonables, siendo consistente de manera transversal en el uso de los criterios de asignación de unidades equivalentes, los cuáles a su vez son coherentes con relación al uso de la volumetría histórica de los servicios, posterior a la migración de Nasdaq"[2].

53. Por lo tanto, existe un consultor externo de amplia experiencia internacional y nacional que determinó que la metodología utilizada por el DCV se basa en supuestos razonables.

54. Respecto a la cantidad de unidades equivalentes por servicios, en este Estudio Tarifario se actualizaron los parámetros del modelo, de tal forma que los servicios reflejen adecuadamente los costos involucrados.

Estructura de costos

55. El Capítulo 8 del Estudio Tarifario considera una explicación de la estructura de costos del DCV utilizada en el informe.

[2] Informe de Assessment Modelo Unidad Equivalente, EY, Septiembre 2023, Capítulo 4.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

56. En primer lugar, se excluyen aquellos costos evitables que no son necesarios para poder realizar las actividades del DCV, sino que son actividades realizadas por sus filiales DCV Registros y DCV Asesorías y Servicios. Por lo tanto, se excluyen costos de filiales asociados a personal, instalaciones, sistema computacional utilizado por la filial (SARA) y equipamiento.

57. En segundo lugar, los costos son proyectados en base al presupuesto de la compañía, que a su vez se sustenta en los comportamiento y tendencias históricas de cada uno de los campos proyectados.

58. Por lo tanto, los costos proyectados corresponden a aquellos necesarios para la operación de los servicios a considerar en este Estudio Tarifario, en base a los supuestos de proyección mencionados anteriormente. Esta proyección de costos se realiza en términos detallados, permitiendo observar la estructura de éstos a través de un desglose en 20 costos diferentes.

59. En definitiva, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el sexto requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter General 224, de determinar su estructura de costos.

10. Opinión del Estudio Tarifario 2025 respecto a la determinación de la estructura tarifaria y mecanismos de ajuste

60. Las tarifas del DCV son calculadas de tal forma que los accionistas del DCV obtengan una rentabilidad efectiva consistente con la rentabilidad esperada para dicha inversión.

61. Esto se realiza proyectando los ingresos y costos de los siguientes cinco años de operación, para luego calcular un valor residual del DCV a partir del año 6.

Tasa de crecimiento y valor residual

62. El valor residual se calcula a partir del año 6, en base al estudio "Tasa de Perpetuidad" de Econsult (Julio 2025).

63. Para este cálculo, los autores utilizan una tasa de crecimiento de largo plazo de 1,8%, correspondiente a la proyección de crecimiento tendencial de Chile para el periodo 2030 a 2034, elaborada por el Banco Central. Este parámetro es adecuado para la tasa de perpetuidad del DCV, dado que se utiliza para los flujos del DCV a partir del año 2030. Este valor es similar al 1,8% utilizado en el Estudio Tarifario 2023, el cual correspondía al

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

crecimiento del PIB de largo plazo a la fecha calculada por el Fondo Monetario Internacional para países desarrollados.

64. Al respecto, es posible determinar que un crecimiento de largo plazo de 1,8% se encuentra dentro de los rangos estimados por el mercado, pues al considerar la última proyección del PIB No Minero Tendencial de Chile del Comité de Expertos (2024), el crecimiento tendencial del año 2029 resulta en un promedio de 2,03% para los 22 expertos encuestados, con una desviación estándar de 0,30%.

65. Por lo tanto, el 1,8% de crecimiento de largo plazo se encuentra dentro del intervalo de confianza de crecimiento tendencial de Chile de largo plazo, que se deriva de los resultados del Comité de Expertos 2024.

Proyección tarifaria

66. El cálculo del valor de las UE se logra luego de considerar los elementos revisados anteriormente (proyección de demanda, inversión inicial, estructura de UE, entre otros); logrando que el valor presente de los flujos de caja del DCV, descontados a la tasa de costo de capital, sea igual a cero.

67. Una vez determinados los valores de las UE, es posible establecer el valor de las tarifas de los servicios. El DCV realiza servicios que tienen un gran porcentaje de costos conjuntos, que son asignados en forma teórica de acuerdo con la metodología de Unidad Equivalente. Sin embargo, aplicar los costos de Unidades Equivalentes directamente a tarifas puede llevar a asignaciones no eficientes, de tal forma que no se alcance un óptimo de mercado. Por lo tanto, se debe tomar en consideración las condiciones del mercado en el que se entrega cada uno de estos servicios. De esta forma, las tarifas calculadas por el DCV dependen de los costos para entregar dichos servicios y de las condiciones de mercado de cada uno de dichos servicios.

68. Las tarifas finales calculadas dependen de una serie de supuestos tales como la tasa de costo de capital, la inversión mínima, la proyección de demanda, el cálculo de unidades equivalente, los costos proyectados, entre otros elementos. Al respecto, si bien se realizó un análisis de razonabilidad de dichos elementos, es importante destacar que la verificación y cálculo detallado de cada uno de estos parámetros está fuera del alcance de este informe.

69. Respecto a la estructura tarifaria, el Estudio Tarifario 2025 cumple con lo señalado de analizar la evolución de los ingresos totales proyectados, por

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

cada categoría de servicio. A su vez, respecto a la indexación, una parte de las tarifas de los servicios del Estudio Tarifario se encuentran en UF, ante lo cual se indexan por la inflación; las otras tarifas corresponden a un porcentaje del monto custodiado, transferido o depositado (según corresponda), ante lo cual no tiene una indexación explícita.

70. Por lo tanto, Econsult considera que el Estudio Tarifario cumple con el séptimo requisito mínimo establecido por la CMF en su Norma de Carácter General 224, de determinar su estructura tarifaria y mecanismos de ajuste.

71. En definitiva, el Estudio Tarifario 2025 del DCV cumple con los requisitos generales y también con los requisitos específicos solicitados por la Norma de Carácter General Número 224 de la CMF.

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Av. El Golf 99, Piso 14, Las Condes, Santiago, Chile
Tel: (56-2) 24958871 | www.econsult.cl

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo

Documento Controlado, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización. Clasificación: Confidencial externo