

UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO COMERCIAL

EL CONTRATO DE UNDERWRITING.

Memoria para optar al Grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales

PABLO SEBASTIAN URRUTIA VIO.

PROFESOR GUIA: FERNANDO PINO VILLEGAS

SANTIAGO – CHILE JUNIO 2005

INTRODUCCION .	1
CAPITULO I LOS CONTRATOS COMO HERRAMIENTA FUNDAMENTAL DEL DERECHO .	9
1.- La insuficiencia de las figuras contractuales tradicionales para interpretar los nuevos tipos de contratos que genera el explosivo desarrollo del mundo de los negocios en la actualidad ³ .	9
2.- El principio de la libertad contractual .	10
3.- El contrato atípico ⁴ . .	11
CAPITULO II LA ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES CHILENO Y LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN QUE PARTICIPAN EN EL MISMO ⁵ . .	13
1.- Estructura del mercado de valores chileno .	13
2.- Intermediación de valores, incluidas las bolsas de valores .	17
La intermediación de valores puede efectuarse en el mercado extrabursátil, salvo en los casos en que la ley disponga lo contrario. .	18
CAPITULO III EVOLUCION HISTORICA DEL MERCADO DE VALORES EN CHILE Y DE LA LEGISLACION QUE LO REGULA .	21
1.- Comportamiento del mercado de capitales chileno en la década de los 80 ⁶ .	21
2.- Comportamiento del mercado de capitales chileno en la década de los 90 .	28
3.- Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones . .	34
4.- Reforma para poner al mercado de valores chileno a nivel internacional . .	36
CAPITULO IV LA MODERNIZACION E INTERNACIONALIZACION DE LA BANCA .	43
1.- La banca hasta fines de la década de los 80 . .	43
2.- Motivaciones que influyeron para modificar la legislación bancaria durante los 90 . .	45
3.- Los principales determinantes en el proceso de internacionalización de la banca mundial .	48

³ Meza Barros, Ramón. 2001. "Manual de Derecho Civil. De las Obligaciones". Manual N° 23. Editorial Jurídica de Chile. Santiago, Chile.

⁴ Masnatta, Héctor. 1961. "El Contrato Atípico". Editorial Abeledo Perrot. Buenos Aires, Argentina.

⁵ Superintendencia de valores y Seguros. "El Mercado de Valores Chileno 1996".

⁶ Superintendencia de Valores y Seguros. "Evolución del Mercado de Valores en Chile. Período 1980-1989". Santiago, Chile.

4.- La internacionalización de la banca chilena . .	50
5.- Potencialidad de la banca nacional .	52
6.- Características de la apertura hacia el exterior .	55
CAPITULO V LOS BANCOS DE INVERSION EN UN MERCADO DE CAPITAL DESARROLLADO . .	57
1.- Origen de los bancos de inversiones .	58
2.- ¿Qué hace un banco de inversiones? . .	59
3.- El proceso de colocación de instrumentos financieros .	61
4.- Supervisión de los bancos de inversiones . .	62
5.- Restricciones aplicadas en EE.UU. a la participación de la banca comercial en actividades que son propias de la banca de inversiones . .	63
CAPITULO VI EL CONTRATO DE UNDERWRITING .	67
1.- El underwriting y la coyuntura económico-financiera del país . .	68
2.- Conceptos generales sobre el underwriting y los beneficios recíprocos obtenidos por el emisor y el prefinanciador . .	69
3.- Descripción de las operaciones de underwriting . .	70
4.- Características estructurales y funcionales de un contrato de underwriting .	71
5.- Clases de underwriting .	72
6.- Normativa chilena .	74
7.- El underwriting en relación con el derecho de suscripción preferente .	78
8.- Contenido de un contrato de underwriting . .	80
9.- Funciones de los underwriters . .	81
10.- Riesgos corridos por los underwriters .	82
CAPITULO VII INTENTO DE TIPIFICACION JURIDICA DE ORDEN GENERAL DE LOS DIFERENTES TIPOS DE CONTRATOS DE UNDERWRITING .	85
CAPITULO VIII CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS .	91
BIBLIOGRAFIA .	105
LIBROS DE TEXTO Y PUBLICACIONES NO PERIODICAS . .	105
MEMORIAS Y TESIS DE GRADO .	106
ARTICULOS DE PUBLICACIONES PERIODICAS .	107
ARTICULOS OBTENIDOS A TRAVES DE INTERNET .	107

LEYES Y NORMAS OPERACIONALES . .	108
ARTICULOS DE PRENSA .	108

INTRODUCCION

En un mundo cada vez más globalizado, el sector empresarial se está enfrentando en forma creciente a una competencia inmisericorde que obliga a optimizar sin pausa los costos de los factores de producción, administración, comercialización y financiamiento de las empresas, lo que implica hacer innovaciones tecnológicas y en materia de gestión que mejoren su competitividad; desarrollar nuevos productos y mejorar los existentes; ampliar sus niveles de producción; mejorar sistemáticamente sus sistemas de información, crear redes y mecanismos de comercialización eficientes; conquistar nuevos mercados que incluyen la penetración profunda de mercados externos; mantener una liquidez adecuada; buscar fuentes baratas de suministro de financiamiento, controlar la polución ambiental susceptible de generarse en los procesos de producción y barajar alternativas de división de sus actividades, distribuyéndolas entre diversas empresas filiales, a fin de mejorar la gestión global de todo el sistema. También resulta corriente la fusión de empresas, a objeto de alcanzar las economías de escala necesarias, complementar habilidades y superar debilidades, pero principalmente escapar de una situación de competencia que se está tornando demasiado insostenible.

Tanto es así que, hoy en día, la fusión de empresas y su posterior readecuación a las condiciones de los mercados, es la actividad mundial que está demandando más recursos financieros en los mercados de capitales, concentrándose esta actividad principalmente en la Bolsa de Nueva York a través de la colocación de los conocidos American Depositary Receipts (ADR). Una de las razones de la caída de los ADR, como fuente de financiamiento en los últimos dos años, es justamente la disminución del proceso de fusión de empresas, a raíz de la desconfianza inducida en el mercado de

valores de EE.UU. por los escándalos provocados por las prácticas indeseables de importantes consorcios de empresas estadounidenses. Esta caída del mercado de capitales estadounidense se ha asociado, además, a un aumento del déficit fiscal y de la desconfianza de los consumidores, lo que revela que en la economía de EE.UU. todos los agentes económicos están estrechamente interrelacionados. La globalización de la economía mundial y el aumento creciente de la competencia por efecto de la internacionalización de los negocios, van a obligar asimismo a los organismos antimonopolios de los distintos países a preocuparse seriamente del tema de la fusión de empresas y a coordinarse entre sí, a fin de evitar la cartelización progresiva de la economía mundial.

La situación descrita se complica más todavía si se tiene presente que en un mundo globalizado y cada vez más complejo, los cambios tienden a ser más profundos y a producirse en forma cada vez más rápida, lo que obliga a las empresas a mantenerse permanentemente atentas y a tomar buenas decisiones en forma rápida, de modo de cautelar que no vayan a ser desplazadas del mercado y a ser puestas en una situación de quiebra.

Bajo estas condiciones tensionantes, el financiamiento de las empresas se transforma en un tema álgido, ya que cada vez es necesario tratar de obtener más recursos financieros y en las condiciones más favorables posibles, a objeto de mantenerse en un buen nivel de competitividad.

El sistema de underwriting surge, en los EE.UU. y en Europa, cuando las empresas o grupos empresariales empiezan a tener crecientes dificultades para financiar sus aumentos de capital o para tener acceso a endeudamiento barato a través de la vía de la emisión principalmente de bonos y debentures que les permitiera no sólo mantener su estabilidad económico-financiera, sino también crecer.

Cuando los accionistas de una empresa no están en condiciones de financiar por sí mismos un aumento de capital sobre la base de la emisión de acciones de pago y les resulta difícil colocar la nueva emisión a través de los mecanismos de la oferta pública o privada, aparece la necesidad imperiosa de utilizar a intermediarios eficaces, como los underwriters, para colocar las nuevas acciones emitidas. Para facilitar las operaciones de underwriting se hace necesario, además, promover el establecimiento de sociedades anónimas abiertas, a fin de darle un mayor grado de liquidez a los inversionistas para el rescate de los dineros que hayan invertido en acciones o bonos de esas empresas.

El contrato de underwriting fue introducido en nuestra legislación en 1965 a través de la Ley N° 16.253 sobre Bancos de Fomento, instituciones financieras que fueron propiciadas en la década de los 70 por el BIRF (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento), como una manera de prestar fondos de largo plazo a los países en desarrollo. Dentro de este esquema figuraba el contrato de underwriting de acciones, como una manera de crear financiamiento para nuevas empresas o para la ampliación de empresas existentes que tenían problemas para acceder a los recursos financieros que necesitaban para funcionar adecuadamente. En efecto, en el artículo 4° de dicha ley, se facultaba a los bancos de fomento para encargarse de la emisión de acciones, debentures y otras obligaciones de las sociedades anónimas chilenas, como asimismo garantizar la

colocación de esas emisiones. Por motivos políticos y estructurales, esta ley no resultó ser operativa, no formándose ningún banco de fomento hasta 1975, época en que el BIRF ya había abandonado esta estrategia de desarrollo. Esto llevó rápidamente a estos bancos al fracaso y a su desaparición, acelerándose este proceso con la crisis financiera mundial de los 80 y sobreviviendo sólo los que lograron transformarse en bancos comerciales. Para facilitar la conversión de los bancos de fomento en bancos comerciales, se hizo extensiva la facultad anterior a estos últimos, dictándose el Decreto Ley N° 3.343 del 29 de Septiembre de 1980, a fin de incluir el N° 12 bis del artículo 83 dentro de la Ley General de Bancos.¹

Las malas experiencias tenidas por algunos bancos, hicieron que las operaciones de underwriting quedaran restringidas sólo a títulos de renta fija en 1986, al dictarse la Ley N° 18.756 que suprimió la facultad de los bancos comerciales de efectuar underwriting de acciones. Esta situación vino a cambiar radicalmente, recién en 1997, cuando se dictó el Decreto con Fuerza de Ley

N° 3, el cual se publicó en el Diario Oficial el 19 de Diciembre de 1997. El mencionado texto legal refundió la Ley General de Bancos y la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y diversos otros preceptos que se encontraban dispersos en otras leyes, estableciéndose, además, sustanciales modificaciones con respecto a los negocios que la banca podía desarrollar en el país (factoraje, emisión y operación de tarjetas de crédito, leasing, corretaje de seguros no previsionales, securitización de títulos, custodia y transporte de valores y administración de fondos de capital extranjero) y abriéndose nuevamente a los bancos la posibilidad de celebrar contratos de underwriting con garantía de colocación de las acciones y/o bonos emitidos, de modo de lograr la apertura de los bancos a actividades financieras diferentes a las tradicionales y poner al país a la altura de las legislaciones más modernas dictadas sobre la materia dentro del mundo desarrollado.

En estricto rigor, son virtualmente nulas las operaciones de underwriting de este tipo que se han realizado en nuestro país, seguramente por estimar los bancos que es muy riesgoso financiar emisiones de acciones de cierta importancia dentro de un mercado de capitales pequeño y bastante ilíquido como el nuestro, donde diversas crisis internacionales que, ya se prolongan por varios años, han frenado su desarrollo. Además, a los bancos comerciales se les ha quitado voz y voto en los órganos de administración de las eventuales empresas que puedan suscribir contratos de underwriting y se les ha obligado, so pena de incurrir en severísimas sanciones, a deshacerse rápidamente de las acciones adquiridas, a fin de evitar que se pueda llegar a producir la integración de los sistemas productivo y financiero que tan desastrosas consecuencias trajo al país en la crisis de los 80, lo cual es otro desincentivo para que el sistema bancario se interese por participar en el tipo de operaciones que nos ocupan. Esta situación, sin embargo, podría cambiar notablemente, gracias a las innovaciones que se están introduciendo dentro de la banca y del mercado de valores de este país.

El Decreto con Fuerza de Ley N° 252 de 1960 que era la antigua Ley de Bancos, la

¹ Cuadra Court, Enrique. Diciembre de 1999. "El Contrato de Underwriting". Tesis para optar al grado de Magister en Derecho de la Empresa de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile.

cual rigió la actividad bancaria hasta el 19 de Diciembre de 1997, pareció dejar abierta la posibilidad de que los bancos comerciales operaran en el área de underwriting, teniendo presente que, al no existir bancos de inversiones y desarrollarse muy precariamente los bancos de desarrollo, los bancos comerciales eran los más aptos para desarrollar tal función. Muchos han llegado a pensar que las operaciones de underwriting se encontraban implícitas en su artículo 83, N° 12 bis, ya que este artículo disponía que los bancos comerciales podían servir de agentes financieros de instituciones y empresas nacionales, internacionales y extranjeras, a objeto de fomentar la colocación de recursos financieros en el país. Sin embargo, tal interpretación resulta ser exagerada, ya que en los hechos la reglamentación dictada sólo permitió operar a los bancos comerciales como agentes financieros, excluyendo la posibilidad del prefinanciamiento y de la colocación garantizada de acciones de primera emisión, operaciones que están asociadas al underwriting.

Planteadas así las cosas, las operaciones de underwriting se efectuaron en nuestro país bajo la modalidad de colocación del mejor esfuerzo por iniciativa de entidades tales como las sociedades filiales de corredoras de bolsa, quienes, por cierto, no contaban con los recursos financieros necesarios para efectuar las funciones de prefinanciamiento, limitándose a prestar su asesoría para la colocación de los títulos emitidos por las empresas comerciales interesadas. Resulta evidente que para que una operación de underwriting resulte ser atractiva, es necesario contar con un mercado de capitales en expansión y con un nivel de desarrollo relativo aceptable y con entidades financieras que, por un lado, cuenten con los recursos financieros suficientes para asegurar el prefinanciamiento de una determinada emisión y, por otro, con la experiencia necesaria para asesorar a sus eventuales clientes, tanto en la emisión como en la posterior colocación de los valores emitidos.

La reforma orientada a modernizar el mercado de valores chileno, conjuntamente con la modernización e internacionalización progresiva de la banca nacional, a las que hay que agregar las crecientes regulaciones impuestas a las empresas nacionales para operar con eficiencia y transparencia y crear un ambiente de confianza y los esfuerzos hechos por el país por mantener su estabilidad macroeconómica, por mejorar su clasificación de riesgo y por insertarse en forma lo más fluida posible en los mercados de capitales internacionales, son índices claros de los cambios que está viviendo la economía nacional. En realidad, los planes del Gobierno apuntan más lejos, ya que se orientan a apuntalar la sentida aspiración de convertir a Santiago en un centro financiero internacional, a objeto de salvar la limitante de ser un país terminal, geográficamente hablando, y demasiado pequeño dentro del concierto internacional, lo que hace imperativo proyectar su área de influencia más allá de sus fronteras.

No puede ser éste, en consecuencia, un mejor momento para abordar el tema del contrato de underwriting, el cual es un proceso de canalización de recursos financieros hacia empresas productivas o de servicios, donde se configuran dos actos jurídicos distintos: un mutuo comercial y una operación de mandato y corretaje, los cuales involucran tanto a la banca como al mercado de valores, a fin de contribuir, aunque sea con un grano de arena, a la difusión de esta moderna modalidad de financiamiento de las empresas. Hasta ahora el underwriting ha sido un instrumento jurídico de poca utilización

en el país, salvo en lo que guarda relación con las operaciones de ADR, las cuales están orientadas exclusivamente a captar recursos financieros en los mercados de capitales internacionales, debido a que no existía un marco legal que regulara y fomentara la práctica del underwriting dentro del mercado de capitales local, el cual todavía no logra exhibir un grado satisfactorio de desarrollo que se caracterice por contar con instituciones sólidas y con instrumentos idóneos, pero que va a pasos agigantados, acercándose a esa meta. Recién con la dictación del Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997, se crearon las condiciones para la materialización de contratos de underwriting, al abrirse a los bancos comerciales chilenos la posibilidad de realizar operaciones destinadas a colocar las primeras emisiones de acciones entre el público, complementándose esta ley con las importantes modificaciones introducidas durante el año 2001 a la Ley del Mercado de Valores.

Según algunas tesis de título revisadas, las cuales corresponden a memorias realizadas por estudiantes de Ingeniería Comercial y de la carrera de Contadores Auditores, teniendo por lo tanto, una connotación más económico-financiera que jurídica, es dable observar que hasta el año 1980 el underwriting fue utilizado en Chile principalmente por sociedades no bancarias relacionadas con las bolsas (sociedades fiduciarias), teniendo el grave inconveniente de que todo el riesgo corría por cuenta del emisor. Demás está señalar que el no financiamiento integral de un proyecto por no contarse con los recursos suficientes, puede ser fatal para el funcionamiento racional y la supervivencia del mismo, originando el retraso prolongado de su puesta en marcha subidas pérdidas por diversos conceptos (lucro cesante, liquidación prematura de contratos de construcción y de otra índole con el consiguiente pago de indemnizaciones y tener que hacer frente a cuantiosas pérdidas materiales, rearmado de los equipos encargados de la implementación del proyecto, aumento del grado de endeudamiento y de la inversión consultada originalmente, riesgos de insolvencia e iliquidez por problemas de retraso en la percepción de los ingresos contemplados, entrada tardía en los mercados con la consiguiente pérdida de posicionamiento, etc.). Además, al no existir en el país un mercado de capitales suficientemente desarrollado y con los adecuados mecanismos regulatorios y no contarse con entidades que pudieran manejar en forma conjunta la evaluación de proyectos y de sus riesgos y el ejercicio eficiente de la función de intermediación, se pagó el noviciado con excesivos sobrepuestos sobre el valor nominal de las acciones por concepto de su colocación, desincentivándose el interés de los inversionistas. Los bancos, además, por disposición de la Ley N° 18.576 de 1986, dejaron de estar facultados para invertir en acciones de terceros. Estas operaciones se discontinuaron como consecuencia de la gran crisis financiera internacional de 1982 que afectó profundamente a la banca y a la economía nacional.

En 1990, se inauguró la fase de internacionalización de las empresas chilenas, tanto por la vía de la materialización de inversiones productivas en el exterior como por la incursión de las mismas en los mercados voluntarios de financiamiento externo. A mediados de ese año, el mercado de valores chileno celebró el acontecimiento histórico de ver a la Compañía de Telecomunicaciones de Chile (CTC) en la lista de valores de la New York Stock Exchange, suscribiendo un contrato de ADR para colocar sus acciones en el mercado norteamericano.²

Tras una dilatada discusión en el Congreso Nacional, se modificó nuestra legislación bancaria mediante la Ley N° 19.528 del 4 de Noviembre de 1997, autorizando esta ley al Presidente de la República para fijar un texto refundido de esta legislación, lo que se materializó mediante el Decreto con Fuerza de Ley N° 3 del Ministerio de Hacienda, el cual fue publicado en el Diario Oficial el 19 de Diciembre de 1997.

Uno de los objetivos principales de esta nueva legislación bancaria fue introducir modificaciones a la Ley General de Bancos, de modo de permitir la realización de nuevos negocios en el país, tales como el factoraje, la securitización de títulos, la custodia y transporte de valores, la administración de fondos de capital extranjero y, por supuesto, el underwriting.

La incorporación del underwriting como una operación bancaria no estuvo exenta de algunas aprensiones. En efecto, existía el temor de que este tipo de operaciones contribuyera a desvirtuar la verdadera naturaleza de las empresas bancarias, convirtiéndolas en sociedades holding o en sociedades cuyos activos estuvieran conformados importantemente por activos de sociedades ajenas al giro bancario, lo que podía llegar a afectar la independencia e, incluso, la seguridad del sistema bancario, teniendo a la vista las duras experiencias que nos tocó vivir con motivo de la crisis financiera de los 80. Tanto es así que la operación en cuestión no estaba contemplada en el proyecto de ley original, siendo incorporada con posterioridad por la Comisión de Hacienda del Senado. Aún más, esta iniciativa fue rechazada por la Cámara de Diputados en el tercer trámite constitucional, siendo repuesta en definitiva por la Comisión Mixta el 11 de Agosto de 1997.

El texto final del Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997 aprobó las operaciones de underwriting, estableciendo dos normas operativas. La primera de ellas está definida en el N° 20 del artículo 69, el cual establece que los bancos podrán efectuar las siguientes operaciones: **adquirir, conservar y enajenar valores mobiliarios de renta fija, incluso letras de crédito emitidas por otros bancos, y encargarse de la emisión y de garantizar la colocación y el servicio de dichos valores inmobiliarios**. Estas operaciones se regirán por los márgenes de crédito que señala el artículo 84, tanto respecto del emisor como de los demás obligados al pago.

La segunda que es la más importante de las dos normas aprobadas, quedó establecida en el N° 25 del artículo 69, el cual autoriza a los bancos a efectuar operaciones de underwriting de acciones de primera emisión de las sociedades anónimas abiertas. En conformidad con este artículo, las instituciones financieras pueden actuar como agentes encargados de la colocación de estas acciones, ya sea sin garantizarla u otorgando su garantía. En la Circular N° 2.924/1.218 del 12 de Marzo de 1998 de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (ver Capítulo 10-2 de la Recopilación de Normas efectuada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras), se estableció la normativa a que se deben sujetar tales instituciones al respecto. Ello vino a complementar lo establecido respecto a la emisión de títulos de renta fija en la misma circular y lo establecido anteriormente en materia de facultar a los

² Sandoval López, Ricardo. 1999. "Nuevas Operaciones Mercantiles". Capítulo Octavo sobre American Depositary Receipts. Editorial Jurídica Cono Sur. Santiago, Chile.

bancos e instituciones financieras para cumplir funciones de intermediación dentro de los mercados secundarios de valores (ver Capítulo 2-1 de la Recopilación de Normas efectuada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras). Con esto se ha venido a salvar un vacío importante para la entrada en operación en el país del sistema de underwriting.

El primer capítulo de esta tesis lo consagraremos a visualizar que el Derecho, como conjunto de normas y principios que regulan el ordenamiento social y, por lo tanto, la interacción de las personas al interior de la sociedad, es una disciplina que está en constante evolución, a fin de adaptarse a los cambios que van emergiendo en las distintas esferas del quehacer humano. Como el Derecho no es sino el resultado de regular las nuevas relaciones y conflictos que vayan apareciendo en escena, él siempre irá desfasado respecto a tales cambios, lo que obliga a que, mientras se aguarda la dictación de una normativa sólida, integrada y específica sobre una cuestión determinada, haya que apelar a otros componentes generales del Derecho, como son, entre otros, sus principios inspiradores, el empleo de analogías y del concepto de equidad. Esto es particularmente notorio en las áreas de las relaciones comerciales que se caracterizan por una velocidad de operación muy alta, donde se requiere contar con instrumentos que permitan dar un apropiado grado de seguridad a tales operaciones para garantizar un buen resultado y lograr, de este modo, que se persevere en su práctica.

Como el underwriting es un instrumento que opera dentro del mercado financiero, hemos juzgado conveniente referirnos en los capítulos siguientes a los dos grandes pilares de este mercado, como son la banca y el mercado de valores, los cuales están empeñados en un acelerado proceso de modernización e internacionalización que está produciendo una profunda interpenetración entre ellos, encontrándose radicada en este proceso revolucionario la emergencia del underwriting como un instrumento de decisiva importancia.

A continuación, nos referiremos a los bancos de inversiones que son las entidades que desempeñan ordinariamente el papel de underwriters.

En el capítulo subsiguiente, abordaremos los temas que guardan relación con el contrato de underwriting, tales como la definición de un contrato de esta índole, la legislación nacional que lo regula, los beneficios e inconvenientes que puede traer consigo su implementación, las características estructurales y funcionales de este tipo de contratos, su tipificación jurídica, las clases de contratos que se pueden suscribir, los agentes que actúan en su materialización y los títulos que les son compatibles.

Finalmente, se desarrollará un capítulo de conclusiones y sugerencias, a fin de visualizar los obstáculos que presenta el país para el arraigamiento de la práctica del mecanismo del underwriting, esbozándose algunos lineamientos de política orientados a difundir la realización de este tipo de operaciones y acceder en forma rápida al ideal de un mercado de capitales plenamente desarrollado.

CAPITULO I LOS CONTRATOS COMO HERRAMIENTA FUNDAMENTAL DEL DERECHO

1.- La insuficiencia de las figuras contractuales tradicionales para interpretar los nuevos tipos de contratos que genera el explosivo desarrollo del mundo de los negocios en la actualidad³

Los contratos constituyen uno de los instrumentos más fundamentales de los que dispone el ordenamiento jurídico para delimitar perfectamente las relaciones jurídicas y los alcances de sus efectos.

³

Meza Barros, Ramón. 2001. "Manual de Derecho Civil. De las Obligaciones". Manual N° 23. Editorial Jurídica de Chile.

Santiago, Chile.

Nuestro Código Civil, en su artículo 1.438 define al contrato como “*un acto por el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o no hacer alguna cosa*”. Esta definición ha sido objeto de muchas críticas de parte de la doctrina especializada, pero sin que éstas lleguen a desmerecer su valor esencial. Baste solamente con darse cuenta que el contrato es una de las más relevantes instituciones de nuestro derecho y que su mayor importancia radica en ser la más extendida fuente de obligaciones civiles.

En un contrato, la causa generadora de una obligación surge del concierto de voluntades expresadas por las partes contratantes. Estas voluntades determinan que el contrato se oriente hacia la fijación de consecuencias y condiciones bien específicas. Las partes contratantes son libres de crear toda clase de relaciones contractuales, interviniendo la ley sólo para sancionar el acuerdo a que lleguen las voluntades participantes y para encuadrarlo dentro del marco de lo lícito.

Las disposiciones legales relativas a los contratos son, regularmente, supletorias de la voluntad de las partes contratantes, entendiéndose que, en el silencio de los que contratan, es el legislador quien regula las situaciones no previstas de un modo expreso, interpretando su presunta voluntad.

En tal sentido, sería razonable suponer que, lo normal en caso de que dos o más personas se pongan de acuerdo en contraer cualquier clase de vínculos que los ligen jurídicamente, éstos debieran materializarse bajo la forma de algunos de los contratos contemplados por nuestra legislación.

La realidad, sin embargo, nos muestra un comportamiento muy distinto, siendo evidente que nuestro acervo de figuras contractuales se va haciendo cada vez más limitado para dar cabida a las múltiples necesidades surgidas de la forma crecientemente cambiante asumida por el mundo de los negocios.

El gran desarrollo experimentado por el intercambio comercial internacional en los últimos tiempos, se ha traducido en el empleo en Chile de formas contractuales provenientes de áreas del planeta que obedecen a otros ordenamientos jurídicos que no siempre son compatibles con el nuestro, siendo particularmente importante la influencia del mundo anglosajón.

Las nuevas formas de contratación conducen, muchas veces, a figuras contractuales jurídicamente diferentes a las conocidas en el país, lo que trae como consecuencia que se plantee, en más de alguna ocasión, una interrogante sobre su validez y sea cada vez más necesario estudiar en forma sistemática estas nuevas modalidades de contratos. Además, ciertos tipos de contratos pueden involucrar riesgos, por ejemplo, para la estabilidad y el sano desarrollo del mercado de valores o la banca o para las propias personas contratantes, siendo necesario proceder a someterlos a regulación.

2.- El principio de la libertad contractual

Los contratos, así como la mayoría de las instituciones propias de nuestro derecho, se encuentran cimentadas sobre una base que los subyace y que se compone

esencialmente de dos grandes principios inspiradores: el principio de la autonomía de la voluntad y el principio de la buena fe.

En el ámbito contractual, la autonomía de la voluntad se expresa, por su parte, en cuatro subprincipios, como son el consensualismo, la fuerza obligatoria de los contratos, el efecto relativo de los mismos y la libertad contractual.

Especial atención merece este último subprincipio, por cuanto bajo su amparo se han ido llenando los vacíos o salvando las omisiones o alcances estrechos que ofrece la legislación civil vigente, en cuanto a la gama existente de formas contractuales en las cuales asilarse.

La libertad contractual tiene tres connotaciones diferentes. La primera es la libertad de decisión, es decir, la que nos permite optar por celebrar o no un contrato. La segunda es la libertad de elección de la contraparte, en tanto que la tercera es la libertad de configuración interna, la que se define como la posibilidad concreta de estipular libremente las cláusulas que pasarán a formar parte del contrato que se desea celebrar.

Este estado de cosas tiene un significado mayor que el que pareciera revestir, en razón de que sabemos que el alcance real de un contrato no está dado por otra cosa que no sea lo que las partes desean y expresan claramente en el acto de celebrarlo. Entonces, por sobre el nombre con que las partes nominen al contrato, lo que primará realmente será su contenido.

A cada forma de estructura de la sociedad, le corresponden figuras contractuales que satisfacen las necesidades más comunes de la vida social, hablándose tradicionalmente de contratos típicos o nominados. En cambio, los que se forman al margen de estas configuraciones paradigmáticas, quedan entregados a la creatividad apoyada en el buen criterio y, por lo tanto, a la libertad contractual.

La inventiva humana ha ido ampliando, flexibilizando y modificando los contratos contemplados en nuestra normativa jurídica, hasta el extremo de hacerlos variar tan sustancialmente que ya guardan poca semejanza con los modelos originales.

Debido a esta circunstancia es que nuestra doctrina ha elaborado un nuevo criterio de clasificación contractual, catalogando como contratos típicos a aquéllos que están contemplados y regulados por nuestra legislación, tanto en cuanto a sus requisitos como a sus efectos, y como atípicos a los que no están sujetos a regulación por parte de nuestro ordenamiento jurídico positivo.

3.- El contrato atípico ⁴

“El orden jurídico presenta, como secuelas, la existencia de formas anómalas, las cuales tienen su origen en la imposibilidad de prever una norma reguladora para cada situación jurídica. El progreso febril de la vida y la acelerada evolución

⁴

Masnatta, Héctor. 1961. “El Contrato Atípico”. Editorial Abeledo Perrot. Buenos Aires, Argentina.

económica tienden a transformar las realidades contingentes y a conmover profundamente la estabilidad institucional. Las nuevas necesidades, como dice Ascarelli, deben satisfacerse aunque sea a través del expediente de recurrir a los viejos institutos. La materia no abandona de golpe las vetustas formas y las viejas disciplinas, pero siempre busca nuevos caminos, utilizando las antiguas estructuras, pero procurando transformarlas por medio de la combinación de sus elementos de manera original y a través de la creación de nuevas disciplinas que surgen del tráfico cotidiano, a la espera de que su codificación se vaya perfeccionando, al adaptarse progresivamente a las nuevas exigencias de la vida.”

De esta manera, Héctor Masnatta nos introduce en el tema de la atipicidad contractual, reflejando su espíritu la honda necesidad de agilizar el tráfico jurídico y de liberarlo de las ataduras que lo ligan a anquilosadas instituciones jurídicas que, en muchos aspectos, están superadas por las realidades emergentes.

Las figuras jurídicas no nacen de la imaginación de los juristas o de la fantasía de los legisladores, sino de las necesidades prácticas bien determinadas que va planteando la realidad cambiante. A los agentes del mundo del comercio no les interesa mantenerse dentro de una regulación legal estricta, sino alcanzar un accionar eficiente, eficaz y seguro, con un adecuado respaldo jurídico.

En segundo término, la evolución técnica con la consiguiente diferenciación y multiplicación de las actividades, hace que se vaya generando una gran variedad de nuevas formas contractuales. Todo esto se ha traducido en una explosión de la atipicidad, la cual resulta ser inagotable y singularizarse por no conocer límites de ninguna especie, constituyéndose en una prueba muy válida de la tremenda vitalidad del derecho. En otros términos, los contratos atípicos serán tantos como sean las combinaciones de intereses dignas de tutelarse para concretar acuerdos dentro del marco del principio de la libertad contractual.

Los contratos atípicos más difundidos son el contrato de hospedaje, el contrato de garage, el contrato de servicios funerarios, el contrato de asistencia técnica, el contrato de consultoría en el área de la ingeniería, el contrato de ejecución de obras de ingeniería, el contrato de know-how, el contrato de franchising, el contrato de royalty y el contrato de leasing, entre otros.

CAPITULO II LA ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES CHILENO Y LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN QUE PARTICIPAN EN EL MISMO ⁵

1.- Estructura del mercado de valores chileno

El mercado de valores chileno se encuentra estructurado de la siguiente manera:

Emisores: Tienen esta calidad las entidades emisoras de bonos, efectos de comercio y acciones; los fondos mutuos; los fondos de inversión; los bancos e instituciones financieras y las sociedades securitizadoras, además del Estado a través de instituciones como la Tesorería General de la República, el Banco Central y el Instituto de Normalización Previsional.

5

Superintendencia de valores y Seguros. “El Mercado de Valores Chileno 1996”.

Intermediarios, centros de intermediación y sociedades de apoyo: Se definen como tales los corredores de bolsa y los agentes de valores; los bancos e instituciones financieras; las bolsas de valores, la cámara de compensación y el Depósito Central de Valores.

Inversionistas: Se incluyen los inversionistas privados (personas naturales y jurídicas) e institucionales (bancos e instituciones financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro, fondos de pensiones, fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de inversión de capital extranjero y fondos para la vivienda).

Reguladores: Están representados por el Banco Central, la Superintendencia de Valores y Seguros, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la Superintendencia de Fondos de Pensiones y reguladores privados, como las sociedades clasificadoras de riesgos y los auditores externos.

El mercado de valores se subdivide en Mercado Primario y Mercado Secundario, definiéndose el primero como el compuesto por las colocaciones de una emisión de títulos que no haya circulado con anterioridad en el mercado de valores, en tanto que el segundo se define como el compuesto por todas las transacciones correspondientes a títulos ya colocados en el mercado, es decir, por los títulos transados con anterioridad, a lo menos, una vez.

De acuerdo a la Ley N° 18.045 sobre el Mercado de Valores dictada en 1981, el mercado de valores secundario debe ceñirse a las siguientes normas:

Todas las acciones, además de inscribirse en el Registro de Valores, deben registrarse en una bolsa de valores, la cual no podrá rechazar dicha inscripción. Estas acciones sólo podrán ser intermediadas por los corredores de bolsa, transándose en la rueda de la bolsa en la que ellos sean miembros.

Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro de Valores no podrán ser cotizadas ni transadas diariamente en bolsa. Además, los agentes de valores no podrán participar en la intermediación de estos valores, mientras que los corredores de bolsa sólo podrán hacerlo con motivo de subastas públicas, dos veces en el mes y en las épocas que señalen los reglamentos internos de las bolsas.

Otros valores, distintos a las acciones, que estén inscritos en el Registro de Valores, podrán ser intermediados por cualquier corredor de bolsa o agente de valores o por bancos e instituciones financieras, de acuerdo a sus facultades legales. Las transacciones de estos valores podrán ser intermediadas por corredores de bolsa dentro de las bolsas, sólo cuando hayan sido aceptadas a cotización por la bolsa respectiva.

Los principales emisores del mercado son las sociedades anónimas abiertas, los bancos e instituciones financieras, los fondos mutuos, los fondos de inversión, los fondos de inversión de capital extranjero y el Estado. Los bancos e instituciones financieras participan en el mercado a través de la emisión de depósitos, letras hipotecarias, bonos bancarios y otros. Las sociedades anónimas pueden emitir, por su parte, títulos de renta variable y títulos de renta fija que sean representativos de deudas de corto y largo plazo.

La oferta pública de valores representativos de deuda, cuyo plazo sea superior a un año, sólo puede efectuarse mediante la emisión de bonos. Cuando los plazos sean

inferiores a un año, se emitirán pagarés u otros títulos de crédito o inversión. En ambos casos, estos valores quedarán sujetos a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores vigente y a las disposiciones que establezca la Superintendencia de Seguros y Valores a través de normas de carácter general y de circulares.

Ya vimos que los inversionistas se agrupan en inversionistas institucionales e inversionistas privados, estando facultada la Superintendencia de Valores y Seguros para darles el carácter de inversionistas a otras entidades que ella señale, siempre que su giro principal sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, utilizando fondos de terceros, y que el volumen de sus transacciones, la naturaleza de los activos transados u otras características, permitan calificar de relevante su participación en el mercado.

Los fondos de pensiones son los inversionistas institucionales más importantes en términos de volúmenes de inversión. El actual sistema de capitalización individual es regulado por el Decreto N° 3.500 de 1980, ejerciendo la administración de los mismos sociedades anónimas especiales que deben tener dedicación exclusiva a ese giro y contar con un patrimonio mínimo. En cuanto a la actividad previsional, están sujetas a la fiscalización de la Superintendencia Administradora de Fondos de Pensiones, en tanto que en lo que toca a la diversificación de sus carteras, naturaleza y concentraciones límites de los activos adquiridos, están sujetas al Decreto Ley antes citado y a las disposiciones de la Ley del Mercado de Capitales y sus modificaciones. La dictación de una ley complementaria a la Reforma del Mercado de Capitales que crea los Multifondos, va a introducir modificaciones muy interesantes al sistema.

En segundo lugar, en cuanto a montos de inversión, se encuentran las compañías de seguros. La función de asegurar y reasegurar riesgos a base de primas, es una facultad privativa de las sociedades anónimas de seguros y reaseguros, las cuales están autorizadas a extender sus actividades a operaciones que sean complementarias o afines a su giro. Estas compañías están clasificadas en dos grupos, perteneciendo al primero las que aseguran contra riesgo de pérdidas en las cosas o del patrimonio, en tanto que al segundo pertenecen las que cubren riesgos de las personas o les garantizan, dentro del término de un plazo, un capital, una póliza asegurada o una renta para el asegurado o sus beneficiarios, siendo conocidas estas últimas como compañías de seguros de vida. No está permitido organizar compañías destinadas a operar en ambos tipos de seguros, pero las entidades aseguradoras de uno y otro grupo pueden cubrir los riesgos en materia de accidentes personales y de salud. La actividad aseguradora es ejercida por sociedades anónimas especiales, de giro exclusivo y patrimonio mínimo, estando sujeta su existencia a la autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros. La Reforma del Mercado de Capitales va a favorecer importantemente a las compañías de seguros al liberar sus portafolios de inversiones y otorgarles otros beneficios.

También los fondos mutuos son inversionistas institucionales destacados. Estos fondos que fueron definidos con antelación, se dividen en tres grupos específicos:

Fondo mutuo de inversión en renta fija de corto plazo. Este tipo de fondo sólo puede invertir en instrumentos de oferta pública de renta fija, estando limitada su inversión en instrumentos de renta fija a mediano y largo plazo al 10% del valor global de

los activos del fondo.

Fondo mutuo de inversión en renta fija de mediano y largo plazo. Este fondo también está restringido a instrumentos de oferta pública de renta fija, pero en que la inversión en instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo debe superar el 10% de sus colocaciones.

Fondo mutuo de renta variable. Este fondo, conforme a su reglamento interno sólo puede invertir en instrumentos de renta variable, tales como acciones de sociedades anónimas abiertas, cuotas de inversión y dólares de los Estados Unidos de Norteamérica.

La calidad de partícipe de un fondo mutuo se adquiere en el momento en que la sociedad recibe el aporte del inversionista, quedando los aportes expresados en cuotas del fondo, todas de igual valor y características, que son consideradas valores de fácil liquidación para todos los efectos legales, ya que son cuotas rescatables en cualquier momento. La administración de los fondos mutuos es ejercida por sociedades anónimas especiales, de giro exclusivo y patrimonio mínimo y cuya existencia tiene que ser autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Las modificaciones introducidas por la Ley N° 19.469 de Septiembre de 1996, permiten invertir hasta un 100% de la cartera de los fondos mutuos en el exterior. La Reforma del Mercado de Capitales contempla la reclasificación de los fondos mutuos en ocho categorías, según sean las áreas en que van a ser invertidos los recursos captados, además del otorgamiento de importantes beneficios a los cuales ya nos referimos en el capítulo precedente.

Otro tipo de inversionistas institucionales lo constituyen los fondos de inversión. Un fondo de inversión es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales o jurídicas para su inversión en valores de oferta pública emitidos en Chile, el cual es administrado por una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los aportantes. La calidad de aportante se adquiere en el momento en que la sociedad recibe el aporte del inversionista. Los aportes quedan expresados en cuotas nominativas, unitarias y de igual valor y características, las que no pueden ser rescatadas antes de la liquidación del fondo. Las cuotas de participación emitidas constituyen valores de oferta pública, por lo cual deben ser inscritas en el Registro de Valores, fuera de registrarse en, a lo menos, una bolsa de valores chilena, a objeto de asegurar a sus titulares un adecuado y permanente acceso al mercado secundario. Como se señala en el capítulo siguiente, existen cinco tipos diferentes de fondos de inversión. La administración de estos fondos es ejercida por sociedades anónimas especiales, de giro exclusivo y con patrimonio mínimo y cuya existencia debe ser autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

También existen en el mercado los fondos de inversión de capital extranjero (FICEs) y los de capital extranjero de riesgo (FICERs) que tienen la singularidad de que sus cuotas de participación no son rescatables. Los primeros corresponden a los aportes provenientes desde fuera del territorio chileno, hechos por personas naturales o jurídicas o, en general, por entidades colectivas, que tienen por fin ser invertidos en valores de oferta pública, cuya administración en el país corresponda a una sociedad anónima chilena por cuenta y riesgo de los aportantes. Los FICERs difieren de los anteriores en

que sólo pueden invertir en emisiones no registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros. La administración de los fondos de inversión es ejercida por sociedades anónimas especiales, de giro exclusivo y con patrimonio mínimo y cuya existencia debe ser autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Finalmente, hay que mencionar a los fondos para la vivienda, los que corresponden a los recursos depositados en las cuentas de ahorro para arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa, en la forma prevista en la Ley N° 19.401 sobre Leasing Habitacional. La administración de los fondos para la vivienda es ejercida por sociedades anónimas especiales, de giro exclusivo y patrimonio mínimo y cuya existencia debe ser autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

2.- Intermediación de valores, incluidas las bolsas de valores

Respecto a la intermediación de valores, la Ley del Mercado de Valores de 1981 define como intermediarios de valores a las personas naturales o jurídicas que se dedican a las operaciones de corretaje de valores por cuenta de terceros. Cumplidas las exigencias técnicas y patrimoniales que la ley y la Superintendencia de Valores y Seguros establecen, estas personas pueden dedicarse también a la compra y venta de valores por cuenta propia. Cabe consignar que quienes se dediquen a esta actividad como giro exclusivo, requieren contar con un patrimonio mínimo e inscribirse en un registro especial que para tal efecto lleva la Superintendencia de Valores y Seguros.

Los intermediarios que actúan en la calidad de miembros de una bolsa de valores, se llaman corredores de bolsa, en tanto que los que operan al margen de cualquier bolsa, reciben el nombre de agentes de valores. Los agentes de valores aparecieron en escena en 1984, habiendo sido aprobada su existencia con motivo de la dictación de la Ley N° 18.045 de 1981 sobre el Mercado de Valores.

También los bancos y sociedades financieras pueden efectuar funciones de intermediación, de acuerdo a las facultades que les confiere la Ley General de Bancos. Sin perjuicio de lo anterior, las entidades bancarias que operan directamente en el mercado, lo deben hacer a través de filiales que están obligadas a inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsas y Agentes de Valores, quedando, en consecuencia, bajo la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Además de las actividades propias de su giro, la Superintendencia de Valores y Seguros ha autorizado a los intermediarios de valores para que puedan realizar las siguientes actividades complementarias:

Custodia de valores.

Administración de cartera de terceros.

Asesoría para la compra y venta de valores en mercados de valores extranjeros.

Transacción de moneda extranjera (exclusivamente para los agentes de valores).

Prestación de asesorías o realización de estudios en las materias que se indican en la Circular N° 887 de 1989.

Representación de personas naturales o jurídicas, ya sean nacionales o extranjeras, en las materias que se indican en la circular N° 887 de 1989.

Realización de contratos forwards.

La intermediación de valores puede efectuarse en el mercado extrabursátil, salvo en los casos en que la ley disponga lo contrario.

Las bolsas de valores son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que se lleven a efecto en forma eficaz las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y también para efectuar todas las actividades de intermediación de valores que contempla la ley. Las bolsas deben reglamentar su actividad bursátil y la de sus corredores, vigilando su estricto cumplimiento, de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente. Las bolsas, fuera de esta función exclusiva que les ha asignado la ley, pueden llevar a cabo las actividades que la Superintendencia de Valores y Seguros les autorice.

Para establecer una bolsa se requiere de la autorización previa de la Superintendencia de Valores y Seguros, debiendo acreditarse un capital mínimo de (UF 30.000) y un número de corredores no inferior a 10.

Una bolsa para entrar a operar deberá acreditar que se encuentra bien organizada y cuenta con la capacidad necesaria para ejercer las funciones propias de una bolsa de valores, de acuerdo a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, que dispone de los medios necesarios para cumplir y para hacer cumplir a sus miembros las disposiciones normativas que los rigen, estando en condiciones de implementar los mecanismos requeridos para asegurar un funcionamiento unificado del mercado, de modo de permitir que las órdenes de los inversionistas sean ejecutadas en forma óptima, comprometiéndose, además, a llevar los libros y registros con la información demanda por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Las bolsas de valores deben reglamentar sus propias actividades y las de sus miembros, dictando normas donde se establezcan los derechos y obligaciones de los corredores de bolsa en relación con las operaciones en que participen, donde se promueva la práctica de principios justos y equitativos en las transacciones, donde se expliciten los requisitos de inscripción y los derechos y obligaciones de los emisores y donde se establezcan regulaciones de los procedimientos de transacción.

Por otra parte, las bolsas de valores pueden constituir o formar parte de una cámara

de compensación, la que tiene por objeto hacer de contraparte en todas las operaciones de compras y ventas de contratos de futuro, opciones de valores y otras de similar naturaleza que les sean autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, una vez que se materialicen en la respectiva bolsa y se registren en la cámara de compensación correspondiente. Las cámaras de compensación administran, controlan y liquidan las operaciones, posiciones abiertas, cuentas corrientes, márgenes y saldos disponibles que mantengan los clientes y corredores en estos mercados, siendo su giro exclusivo tal como ocurre con las propias bolsas.

Actualmente existen tres bolsas de corredores, operando en el mercado bursátil chileno: la Bolsa de Comercio, la Bolsa Electrónica y la Bolsa de Corredores. Las dos primeras operan en Santiago, en tanto que la tercera lo hace en Valparaíso. En estos centros bursátiles, se transan acciones, títulos de renta fija de corto y largo plazo, fondos de inversión, instrumentos monetarios y productos derivados.

CAPITULO III EVOLUCION HISTORICA DEL MERCADO DE VALORES EN CHILE Y DE LA LEGISLACION QUE LO REGULA

1.- Comportamiento del mercado de capitales chileno en la década de los 80⁶

En 1974, el Gobierno de Chile impuso el criterio de que el funcionamiento del Estado debía basarse en el principio de la subsidiariedad, lo que supuso entregar la gestión de lo económico a la libre iniciativa privada, por lo que se empezó a disminuir el tamaño y la gravitación del Estado en todos los ámbitos de la vida nacional y a tratar de hacerlo más eficiente en cuanto al destino dado a sus recursos presupuestarios.

⁶

Superintendencia de Valores y Seguros. "Evolución del Mercado de Valores en Chile. Período 1980-1989". Santiago,

Chile.

De las políticas aplicadas, cabe destacar las destinadas a lograr un funcionamiento eficiente y ordenado de la economía nacional. Ejemplo de ello es la política de precios, la que se diseñó para que éstos reflejaran los costos reales de producción y se constituyeran en señales efectivas y orientadoras de la actividad económica. Para estos efectos se eliminaron los controles de precios, las presiones monopólicas, los subsidios y las demás distorsiones que afectan a los precios relativos y, consiguientemente, a la asignación eficiente de recursos.

Por otro lado, se establecieron políticas cambiarias y arancelarias de carácter general y no discriminatorias para todos los sectores de la economía. Se eliminaron las trabas que afectaban al mercado cambiario y se eliminó el uso de aranceles diferenciados y altos como instrumentos de política económica, reemplazándolos por otros uniformes y de nivel promedio bajo, de modo de no limitar el crecimiento de la economía y de permitir una expansión sostenida del sector exportador.

Con respecto a la política tributaria, se configuró un sistema progresivo, equitativo, no discriminatorio y de fácil control, destinado a proveer los recursos para financiar las actividades del Estado.

En lo atinente a la inversión extranjera, se mantuvo el criterio de no discriminación aplicado tradicionalmente, estableciéndose reglas del juego claras y procurando dar la estabilidad y consistencia necesarias a la economía nacional.

El Gobierno, en resumen, estableció políticas destinadas a promover la eficiencia del sector público y la defensa de la libre competencia, lo que ha favorecido la inversión privada nacional y extranjera y el desarrollo del mercado de capitales interno.

En 1976, se dictó el Decreto Ley N° 1328 sobre Administración de Fondos Mutuos, el cual define al fondo mutuo como un patrimonio integrado por aportes de personas jurídicas para su inversión en valores de oferta pública. Los aportes que se hagan a un fondo mutuo determinado quedan expresados en cuotas del fondo, siendo todas de igual valor y características, considerándose tales cuotas como valores de fácil liquidación para todos los efectos legales. La administración de los fondos mutuos la ejercen sociedades anónimas especiales que están sujetas a la normativa establecida por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Desde comienzos de 1978, la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio empezó a abocarse a diversos proyectos de modernización, entre los que cabe destacar la nueva ley de seguros, la reforma de la ley de sociedades anónimas, la ley del mercado de valores y la dictación de un nuevo estatuto orgánico para la Superintendencia.

El 23 de Diciembre de 1980 fue publicado en el Diario Oficial el Decreto Ley N° 3.538 que estableció un nuevo estatuto orgánico para la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio, la que pasó a llamarse Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Este decreto fue el resultado de un largo proceso orientado a dotar al mercado de las condiciones necesarias para convertirlo en un medio financiero libre, informado y competitivo. Las entidades puestas bajo la fiscalización de esta Superintendencia fueron las siguientes:

Los emisores de valores de oferta pública.

Las sociedades anónimas o en comandita en las que, al menos, el 10% de su capital suscrito pertenezca a un mínimo de 100 accionistas o a las que tienen 500 accionistas o más.

Las sociedades anónimas que voluntariamente hayan inscrito sus acciones en el Registro de Valores.

Los corredores de bolsas y los agentes de valores.

Las bolsas de valores.

Las asociaciones de agentes de valores.

Las sociedades securitizadoras.

Las cámaras de compensación.

Los auditores externos.

Las compañías de seguros y reaseguros.

Los corredores de seguros, corredores de reaseguros y liquidadores de siniestros.

12) Los sociedades administradoras de mutuos hipotecarios.

13) Los fondos mutuos.

Las sociedades administradoras de fondos mutuos.

Los fondos de inversión.

Las sociedades administradoras de fondos mutuos.

Los fondos de inversión de capital extranjero.

Las sociedades administradoras de fondos de inversión de capital extranjero.

Las empresas de depósito de valores.

Las bolsas de productos agropecuarios y los corredores de estos productos.

Los clasificadores de riesgo.

Los fondos para la vivienda.

Las sociedades administradoras de fondos para la vivienda.

Las sociedades inmobiliarias relacionadas con la Ley de Leasing Habitacional.

Los fondos solidarios de crédito universitario de las instituciones de educación superior.

Los abogados calificadores de poderes.

Cualquier otra entidad o persona natural o jurídica que la presente ley u otras dejen bajo su tuición fiscalizadora.

Respecto a tales entidades y al mercado, considerado como un todo, la Superintendencia de Valores y Seguros debe cumplir, fuera de una función fiscalizadora, un rol de carácter regulador, normativo y de fomento de su desarrollo, contando con facultades disciplinarias para la aplicación de sanciones que están tipificadas en la ley. La

referida Superintendencia debe llevar, además, una serie de registros públicos y hacer publicaciones periódicas sobre las materias legales, económicas y financieras que sean de su competencia. El Superintendente tiene, además, la función anexa de formar parte de la Comisión Clasificadora de Riesgos.

En el Diario Oficial del 22 de Octubre de 1981 se publicó la Ley de Sociedades Anónimas, publicándose sus rectificaciones en el Diario Oficial del 31 del mismo mes. En este cuerpo legal, se definen como sociedades anónimas abiertas las que tengan 500 o más accionistas y las que se caractericen por tener al menos el 10% de su capital suscrito distribuido entre un mínimo de 100 accionistas, excluidos lo que excedan individualmente de ese porcentaje. Las sociedades anónimas abiertas quedan sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros. La ley establece que las sociedades anónimas, sean abiertas o cerradas, deben constituirse por escritura pública, señalando la forma como se constituyó la sociedad, la manera como debe dividirse el capital social, el plazo fijado para pagar el total del capital suscrito y otras consideraciones sobre su funcionamiento. La ley establece normas sobre la administración de estas sociedades, estableciendo que ésta debe ser ejercida por un directorio elegido por la junta de accionistas, que los gerentes de una sociedad deben ser elegidos por el directorio y que el gerente o gerente general, según corresponda, es el que debe asumir la representación judicial de las mismas. Dicha Superintendencia estableció también la obligación para las juntas de accionistas de designar anualmente auditores externos para que examinaran la contabilidad, inventarios, balances y otros estados financieros de estas sociedades, otorgándose, además, derecho a los accionistas para examinar la contabilidad, la memoria, el balance, las cuentas y los libros de la sociedades en que tuvieran participación, a objeto de informarse acerca de la administración de las mismas. También la ley establece que se deben repartir como mínimo el 30% de las utilidades generadas anualmente y que los balances generales y estados de pérdidas y ganancias se deben publicar en un diario de amplia circulación nacional. Asimismo, se definen lo que son las sociedades filiales y coligadas. Finalmente, se explicitan las exigencias que deben cumplirse para la división, fusión o transformación de una sociedad anónima, como también la normativa sobre la quiebra, disolución y liquidación de una sociedad de este tipo.

A partir de la década de 1980, el mercado de valores chileno empezó a experimentar profundas modificaciones y modernizaciones. A comienzos de esa década, sobrevino la crisis internacional (1981-83), la cual tuvo efectos muy negativos sobre el desarrollo del país en general y del mercado de valores en particular. El producto geográfico bruto cayó significativamente, en tanto que los organismos financieros internacionales restringieron el otorgamiento de nuevos créditos. Adicionalmente, el país tuvo que enfrentar la caída de sus términos de intercambio, lo que, a su vez, redujo la tasa de crecimiento del ingreso nacional.

En relación con el mercado de valores, la situación descrita provocó notorias disminuciones en las transacciones bursátiles, en los stocks de activos financieros y en las emisiones de nuevos títulos, fuera de deteriorarse la solvencia de las empresas que tenían títulos en el mercado.

En 1983, se produjo la cesación de pagos de empresas importantes, debido a la ya

mencionada crisis internacional, lo que trajo consigo problemas graves en el sistema financiero y causó la posterior intervención de once bancos y cinco instituciones financieras, junto con la liquidación parcial de los fondos mutuos, los cuales se redujeron de un total de veintidós a sólo siete. Esto significó que la economía se viera afectada por un fenómeno de creciente desconfianza por parte de los inversionistas.

A partir de 1984, como consecuencia de la aplicación de un plan de reforma estructural profundo, la economía empezó a recuperarse, mostrando un crecimiento sostenido en lo que se refiere al producto y al empleo. La autoridad económica puso un especial énfasis en la promoción de exportaciones y el control de la inflación, sin descuidar el tratamiento aplicado a la deuda externa ni la mantención de los equilibrios macroeconómicos.

Esta recuperación económica se vio acompañada de un incremento sustancial de la inversión, generándose grandes proyectos y motivándose, así, el desarrollo de las distintas áreas productivas del país, todo lo cual mejoró las expectativas de los inversionistas, de los accionistas y del público en general. Desde entonces, la cantidad de títulos transados en la Bolsa fue creciendo en forma constante y sostenida. Por otra parte, el mercado de valores comenzó a elaborar una normativa tendiente a perfeccionar su funcionamiento, lo que trajo aparejados una mayor prudencia de parte de los inversionistas y una posición financiera mucho más sólida de parte de las empresas que concurren al mercado de valores.

Este crecimiento sostenido de la economía estuvo asociado a un aumento de confianza por parte del sector privado en relación con las políticas económicas implementadas por el Gobierno, lo que trajo consigo que el mercado de valores empezara a desarrollarse a través de la creación de nuevas sociedades para la intermediación de valores y de nuevos instrumentos de inversión. A su vez se efectuaron diversas modificaciones al marco legal del mercado de valores, a fin de lograr, fuera de su modernización, un grado mayor de eficiencia, transparencia y equidad.

En efecto, en 1987, se dictó la Ley N° 18.657 que autorizó la creación de fondos de inversión de capital extranjero, pudiendo acogerse a la misma las entidades autorizadas por el Decreto Ley N° 600 (Estatuto del Inversionista Extranjero) o el artículo 47 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, previo informe de la Superintendencia de Seguros y Valores, que estuvieran organizadas como Fondos de Inversión de Capitales Extranjeros o Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo, a objeto de captar recursos financieros mediante la colocación de cuotas de participación en el exterior o para ingresar al país recursos aportados por inversionistas institucionales extranjeros, susceptibles de ser destinados a la inversión de valores de oferta pública emitidos en Chile.

En 1989, se promulgó la Ley N° 18.815 sobre Regulación de los Fondos de Inversión, definiendo la ley cinco tipos de fondos, según el destino a dar a los recursos captados, a saber:

Fondo de inversión mobiliaria que es el que invierte en títulos de la Tesorería General de la República y del Banco Central que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor y hasta su total extinción; depósitos a plazo y otros títulos

representativos de captaciones de instituciones financieras; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras; bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas, cuya emisión haya sido registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros; acciones de sociedades anónimas abiertas; cuotas de fondos mutuos y otros valores de oferta pública que autorice esta Superintendencia.

Fondo de inversión de desarrollo de empresas, cuyo fin es invertir en acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda de emisión no registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros, siempre que la sociedad anónima cuente con estados financieros anuales examinados por auditores externos, pero también en títulos inscritos en el Registro de Valores de esta Superintendencia o en otros títulos o instrumentos que ella autorice.

Fondo de inversión inmobiliaria que tiene por finalidad invertir en bienes raíces localizados en Chile, a objeto de explotarlos como negocio inmobiliario, y en mutuos hipotecarios endosables y acciones de sociedades anónimas, cuyo giro único sea el negocio inmobiliario. Para los efectos de esta ley, se entiende como negocio inmobiliario el inherente a la compraventa, arrendamiento o leasing de bienes raíces y a la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de bienes raíces. Adicionalmente, podrán invertir en acciones de sociedades, cuyo rubro sea la participación en obras de infraestructura concesionadas de uso público.

Fondo de inversión de créditos securitizados que está orientado a adquirir carteras de créditos o de cobranzas a que se refiere el Art. 135 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores

Fondo de inversión internacional que está destinado a invertir en títulos de crédito o inversión emitidos por estados extranjeros, bancos centrales extranjeros, entidades bancarias extranjeras o internacionales, cuotas de fondos mutuos y de fondos de inversión constituidos en el extranjero, acciones emitidas en el extranjero, bienes raíces extranjeros que producen renta, cartera de créditos o cobranzas extranjeras y otros valores de emisores extranjeros que autorice la Superintendencia de Seguros y Valores.

En 1989, se dictó la Ley N° 18.876 que establece el marco legal para la constitución y operación de entidades privadas de depósito y custodia de valores. Esta ley establece que las empresas de depósito y custodia de valores deben constituirse como sociedades anónimas y su objeto es recibir en depósito valores de oferta pública de las siguientes entidades: el Fisco de Chile a través de la Tesorería General de la República; la Corporación de Fomento de la Producción; los agentes de valores; los corredores de bolsa; las bolsas de valores; los bancos y sociedades financieras y demás instituciones autorizadas para operar en Chile, de acuerdo a la Ley General de Bancos; las administradoras de fondos mutuos, las administradoras de fondos de pensiones; las compañías de seguros y reaseguros establecidas en Chile, los fondos de inversión; los fondos de inversión de capital extranjeros y las demás instituciones que autoricen las empresas de depósito y custodia de valores. Cabe destacar que también pueden ser objeto de depósito, los valores de oferta pública inscritos en el Registro de Valores; los títulos emitidos por el Banco Central de Chile, bancos o instituciones financieras; los valores emitidos y garantizados por el Estado y los valores que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros.

Los efectos derivados fueron básicamente la ampliación del mercado que nos ocupa, la creación de nuevos títulos, la incorporación de un mayor número de inversionistas y accionistas al mercado y la mayor profundización de éste. Otra consecuencia de las políticas económicas aplicadas fue el cambio del stock de títulos, disminuyendo ostensiblemente la participación del sector público por efecto de la política de privatización de empresas llevada adelante por el Gobierno.

En el **CUADRO N° 1**, se puede apreciar la evolución seguida por el mercado de capitales en la década de los 80, mostrando una caída entre 1980 y 1983 que fue más pronunciada a nivel de sector privado. El repunte se inició a fines de 1984, empezando en 1986 una fase de crecimiento con mayor fuerza. El **CUADRO N° 1** muestra también que hasta 1983 existía un claro predominio de los títulos del sector privado, tendencia que se revirtió como consecuencia de la crisis internacional, pasando el sector público a aportar más del 50% de los títulos entre los años 1983 y 1985. La razón de este fenómeno fue la reducción importante de la oferta de acciones de pago, por un lado, y el aumento considerable de los títulos de la Tesorería y del Banco Central, por otro. El stock de acciones de pago que está representado por el patrimonio bursátil, se vio reducido en el período de crisis, tanto por una reducción del número de acciones en circulación como por los bajos precios de éstas. Por contraste, en el sector público, el aumento de los títulos transados en el mercado durante ese período, se debió principalmente a la necesidad de recaudar fondos para financiar programas sociales destinados a paliar los graves efectos de la recesión.

Al finalizar la década de los ochenta, la crisis económica se había superado totalmente, comenzando el mercado de valores una etapa de modernización y globalización. A partir del segundo quinquenio de esta década, se producen importantes modificaciones en el mercado, se introduce la obligatoriedad de la clasificación de riesgo de los títulos de capital y de deuda, se incorpora un nuevo capítulo a la Ley del Mercado de Valores para la definición de los grupos empresariales, se legisla sobre la inversión de capitales extranjeros en títulos nacionales de oferta pública y se legisla sobre la formación de fondos de inversión.

CUADRO Nº 1

MERCADO DE VALORES: SALDOS DE ACTIVOS FINANCIEROS
(A diciembre de cada año, millones de dólares de 1988)

	1980	1981	1982	1983	1984	1984	1985	1987	1988	Ago. 1989
SECTOR PRIVADO	6.346	5.401	4.495	2.516	2.567	2.838	5.240	6.074	8.749	9.328
Acciones de pago	5.274	3.821	2.664	1.308	1.245	1.400	3.714	4.428	6.614	7.618
Bonos de empresas	33	57	265	214	166	187	69	139	441	624
Bonos entidades financieras	0	0	0	27	32	32	27	48	78	53
Efectos de comercio	106	136	118	28	0	0	0	0	22	12
Letras hipotecarias	470	934	1.057	853	1.040	1.086	1.197	1.160	1.219	1.272
Cuotas de fondos mutuos	463	403	391	87	85	132	232	298	376	249
SECTOR PÚBLICO	1.709	983	2.043	3.206	3.627	3.911	4.130	4.956	4.850	5.637
Acciones de pago	819	352	1.392	1.015	996	1.029	938	1.291	428	270
Bonos de empresas	0	0	0	24	74,4	77,6	92,6	136	45,3	42
Bonos Banco Estado	0	0	0	0	0	0	63	120	136,3	149
Bonos y letras hipotecarias	0	0	0	300	276,2	272	204	173	199	238
Títulos Tesorería	167	178	398	984	1.393	885	701	393	211	185
Títulos Banco Central	722	453	252	884	887	1.648	2.132	2.843	3.830	4.753
TOTAL	8.055	6.384	6.537	5.723	6.195	6.749	9.370	11.030	13.599	15.465

FUENTE: Evolución del Mercado de Valores de Chile. Svs.

Cuadro N°1. Mercado de Valores: Saldo de activos financieros. (A diciembre de cada año, millones de dólares de 1988).

2.- Comportamiento del mercado de capitales chileno en la década de los 90

A principios de la década de los 90, toman relevancia y significación los inversionistas institucionales, es decir, los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos mutuos, los fondos de inversión y los fondos de inversión de capital extranjero, cuyo crecimiento se mantiene hasta 1996. En el sistema bancario, este crecimiento crea el fenómeno conocido como de "desintermediación bancaria", impulsando a los bancos a incursionar en nuevas áreas de negocios.

La verdad de las cosas es que las empresas chilenas, ya unos años antes de 1990, venían incursionando en el mercado de valores, cada vez con más fuerza y creatividad, a fin de optimizar la obtención de los recursos financieros necesarios para cubrir sus necesidades de financiamiento. En 1990, se inició la fase de internacionalización de las empresas chilenas, ya sea por la vía de las inversiones productivas o de servicios en el exterior o la incursión en los mercados voluntarios de financiamiento externo. Esto fue

favorecido por el hecho de que en el exterior se empezó a reconocer la política sostenida de equilibrio macroeconómico practicada por Chile, el muy buen manejo de la deuda externa en comparación con otros países de América Latina, la relativa apertura de la cuenta de capitales y la existencia de un mercado de capitales relativamente desarrollado, donde los agentes podían extenderse sin grandes dificultades a productos refinados.

El convencimiento que se daban las condiciones para colocar acciones en el exterior, hizo que la Compañía de Telecomunicaciones de Chile (CTC) iniciara, a fines de 1989, el largo recorrido de obtener la aprobación de un programa de ADR, cumpliendo cada uno de los requisitos para llegar a transar acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). A mediados de 1990, se celebró el acontecimiento histórico de ver una empresa nacional en el listado de empresas que transan valores en la New York Stock Exchange (NYSE), logrando colocar la totalidad de su emisión. Gracias a ello se inició la apertura de los mercados norteamericano y europeo para otras empresas chilenas “elegibles”.

La función económica que cumplen los ADR es que los inversionistas extranjeros, a través del ingreso de divisas al país, pueden adquirir acciones o bonos de una empresa anónima abierta, domiciliada en Chile e inscrita en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros. Los ADR (American Depositary Receipts) son definidos por la Circular N° 951 de la Superintendencia de Valores y Seguros del 25 de Junio de 1990, como certificados negociables emitidos por un banco de los Estados Unidos de América que representan la propiedad sobre las acciones o bonos emitidos por sociedades emisoras inscritas en el Registro de Valores que lleva esa superintendencia, los cuales quedan depositados en el banco estadounidense (banco depositario) que emite los certificados correspondientes, siendo corriente que éste banco designe a un banco chileno como banco custodio de las acciones o bonos que den origen a los ADR. Los ADR, los cuales representan una determinada cantidad de acciones o bonos, son transables en la NYSE. El capital mínimo transado en una operación de esta naturaleza es de US \$ 50 millones o su equivalente en otras monedas extranjeras.

En esta nueva fase del mercado de capitales chileno, la autoridad comienza a desarrollar las normas reguladoras tendientes al perfeccionamiento del mercado. Para el efecto, se desarrolla una nueva normativa, fuera de perfeccionar la existente, a fin de que el proceso modernizador no ponga en peligro la estabilidad y los niveles de confianza alcanzados. Desde 1992, se inicia un profundo estudio para reestructurar el mercado de capitales, de modo de ponerse a la altura del nivel de desarrollo de la economía nacional y de ampliar la gama de instrumentos financieros para la inversión de las nuevas instituciones del mercado de valores. Este estudio condujo a la dictación de la Ley N° 19.301 del 19 de Marzo de 1994, cuerpo legal conocido como la Ley de Reforma del Mercado de Capitales que fue catalogado como la más trascendental innovación en materia económica producida en la década de los 90.

Los efectos inducidos por esta reforma han sido básicamente los siguientes: ampliar las alternativas de inversión de los inversionistas institucionales, resolver los conflictos de interés, simplificar la normativa vigente y perfeccionar los mecanismos de control existentes, lo que se tradujo en un mayor dinamismo del mercado de valores.

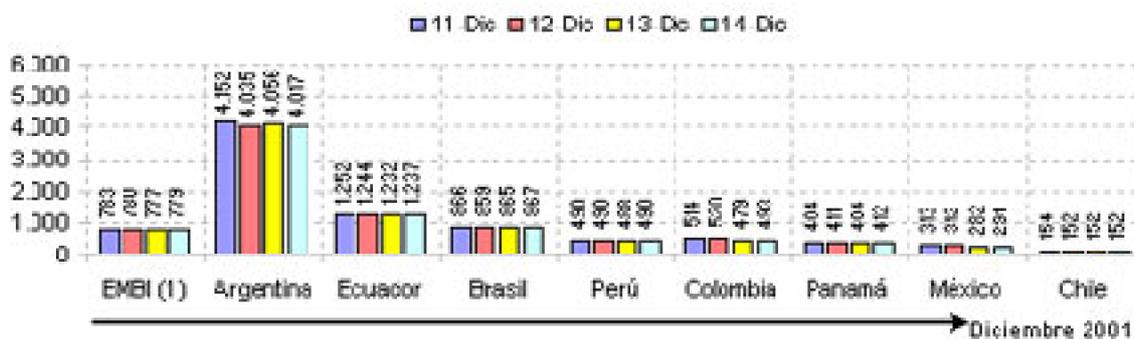
Entre 1986 y 1996, las entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros aumentaron casi en un 60%. La incorporación de nuevas entidades significó la organización de nuevas labores de fiscalización, tales como el diseño y aplicación de nuevas herramientas de control, la emisión de una normativa de apoyo a las leyes que permiten su creación, la definición de canales de entrega de información al público, etc. Dicho aumento numérico implicó, además, un mayor desarrollo computacional, a fin de fiscalizar en forma eficiente los mayores niveles operacionales. Un buen ejemplo de esta situación lo constituyen los corredores de bolsa que aumentaron en número de 31 en 1986 a 64 en 1996, como consecuencia del aumento de las operaciones tanto bursátiles como extrabursátiles. Este hecho movió a la autoridad a otorgar mayores espacios a las entidades bursátiles para que ejercieran las facultades de autorregulación. Es así como, a instancia de la Superintendencia de Valores y Seguros, se les recomendó a las tres bolsas existentes en el país establecer un plan de autorregulación, cuya primera medida fue la suspensión de las transacciones de acciones cuando existieran variaciones significativas de precios o escasa información, aprobando dicha iniciativa la Superintendencia de Valores y Seguros a fines de Septiembre de 1994.

Sin embargo, entre 1996 y el 2001, el mercado accionario ha exhibido un comportamiento a la baja, lo cual no sólo se expresó en cifras (ver **FIG. N° 1**, **FIG. N° 2** y **FIG. N° 3**), sino también en la reacia actitud de los inversionistas, tanto locales como extranjeros, a invertir en la bolsa. En esa época, el mercado accionario cargó sobre su espalda el peso de una serie de productos que se crearon con la esperanza de darle mayor dinamismo y desarrollo, pero que en definitiva no lograron prender. Estos productos fracasados fueron los contratos de futuro, las transacciones de opciones, las ventas cortas de acciones y la Bolsa off shore.

Es cierto que contar con instrumentos y productos distintos a las acciones le da un plus adicional al mercado bursátil, pero el momento en que éstos empezaron a funcionar y la estructura de funcionamiento que se les dio para su utilización, no fueron los más acertados. A estos se agregó la mínima liquidez que empezó a registrar la Bolsa desde mediados de la década pasada.

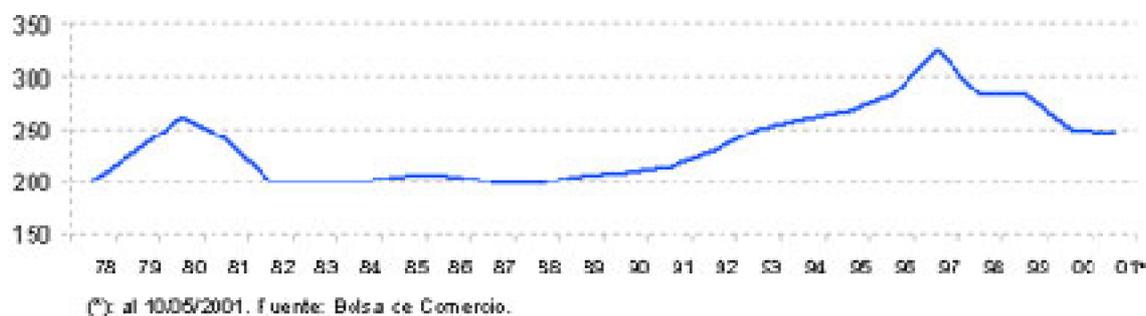
Se piensa que una de las razones del fracaso en el arraigamiento de estos productos, radicaría principalmente en los excesivos trámites y requisitos que se pedían para poder utilizarlos. Otra razón de peso sería la imposibilidad de las AFP de tener acceso a estos instrumentos, pese a ser estas entidades las principales compradoras de papeles del país.

CAPITULO III EVOLUCION HISTORICA DEL MERCADO DE VALORES EN CHILE Y DE LA LEGISLACION QUE LO REGULA



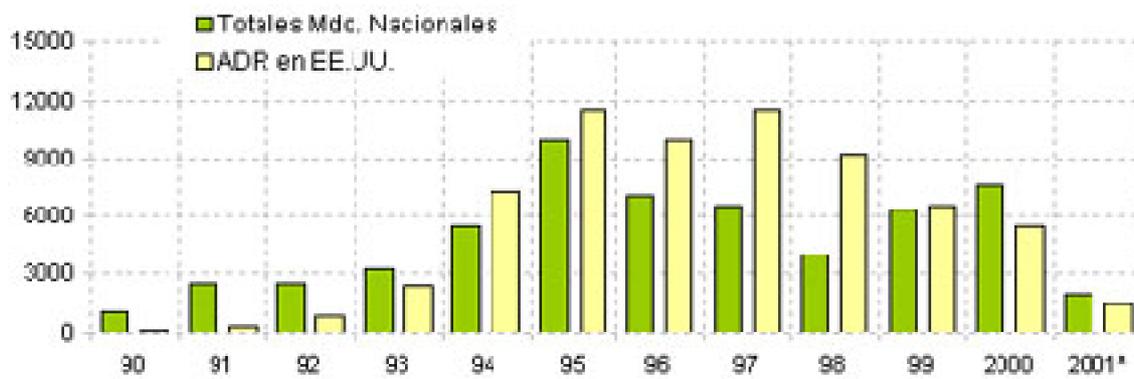
(1): Índice promedio de países emergentes. Fuente: J.ª Morgan, ESTRATEGIA.

Figura N° 1. Riesgo País. Spreads Soberanos de América Latina (cierres diarios en puntos base, al 14 de Diciembre de 2001)



(*): al 10/05/2001. Fuente: Bolsa de Comercio.

Figura N° 2. Número de Sociedades Inscritas en la Bolsa de Comercio



(*): a abril de 2001. Nota: Total Mercado Nacional incluye acciones con ADR. Fuente: Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores.

Figura N° 3. Operaciones en Bolsa Local y en ADR (cifras en US\$MM promedio de cada año)

Asimismo, gravitó considerablemente la escasa liquidez que por esa época y por varios años exhibió la Bolsa. En efecto, en 1995, empezó a perder su auge, debido a que, a la desaparición de los fondos extranjeros de inversión, se unió la paulatina salida de los inversionistas institucionales de la misma.

Profundizando en relación con los productos que no dieron resultado, cabe señalar que los contratos futuros se definen como los contratos orientados a comprar o vender una cantidad determinada de valores bien calificados, en una fecha futura definida y a un

precio definido. La idea era transar en la Bolsa dos tipos de contratos: los de futuros de IPSA y los de futuros de dólar, los que, hoy por hoy, están relegados al olvido, ya que empezaron a operar en 1990 y dejaron de hacerlo en 1994.

La misma suerte corrieron las opciones, las cuales son contratos que dan derecho al tenedor de la opción sobre un valor determinado, a comprarlo o venderlo a un precio prefijado durante un plazo establecido. De este modo, los inversionistas que operaran con este tipo de instrumentos podrían reducir las pérdidas ante una eventual baja del precio de una acción específica y obtener una utilidad de acuerdo a sus expectativas de variación del precio de esa acción. Debido a la alta liquidez de las acciones de ENDESA y CTC-A, sólo se permitió ejercer opciones sobre esas acciones. Estas operaciones empezaron a operar en 1994 y se discontinuaron al año siguiente.

Se piensa que uno de los factores más gravitantes en el fracaso de los contratos antes mencionado, fue el no otorgamiento de permiso a los inversionistas institucionales para que participaran en operaciones de este tipo, teniendo presente que por años han sido actores importantes en lo que a una mayor rotación de las carteras se refiere.

Las ventas cortas que fue otro nuevo mecanismo creado en 1999, tampoco logró tomar vuelo en el mercado de capitales local, pese a que en otros países es una de las operaciones más usadas por los distintos agentes del mercado. En este tipo de operaciones, un agente entrega acciones a un tercero a condición de que se las restituya a futuro a cambio de una prima. El fracaso de esta iniciativa se debió principalmente a que estas operaciones quedaron sujetas a un tratamiento tributario discriminatorio, por el hecho de ser vistas por el Servicio de Impuestos Internos como una enajenación, generándose impuestos no sólo por concepto de la prima pagada al dueño, sino también por la ganancia de capital derivada del eventual mayor valor alcanzado por la acción, respecto a su valor inicial, al considerarse que perdía la calidad de instrumento primario.

Alrededor de dos años lleva operando la bolsa off shore en el país y lo cierto es que no se han cumplido las expectativas cifradas, argumentando algunos que este mecanismo se implementó tardíamente y otros que el sistema de inscripción de estos instrumentos resulta ser muy complejo. A título de ejemplo, se señala que tres bancos de inversión llevan ya un largo período gestionando la inscripción de sus cuotas de fondos.

El mercado off shore está diseñado para que los inversionistas extranjeros compren y vendan valores en el país sin restricciones al ingreso y la salida de capitales, además de facultar al inversionista nacional a tener acceso a una serie de valores de empresas extranjeras y a cuotas de fondos internacionales, estando autorizada la inscripción de CDV, ADR, acciones, instrumentos de renta fija, instrumentos de intermediación, cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos extranjeros.

No obstante, esta bolsa no ha tenido la acogida esperada, ya que sólo se han inscrito los 27 fondos mutuos del grupo sueco American Skandia; los ADR de LAN Chile y de Cervezas Andina, series A y B, y las acciones de ENDESA España. Con la nueva reforma del mercado de capitales y la puesta en práctica de la libertad cambiaria, la existencia de la bolsa off shore podría perder gran parte de su sentido que era abrir una ventana para generar un mayor ingreso de capitales extranjeros al país.

Hay que distinguir entre el mercado de capitales global y el mercado propiamente

bursátil, ya que el primero incluye los depósitos a plazo, los bonos del Banco Central y de las empresas y otros, todos los cuales son instrumentos de crédito que han estado funcionando muy bien y que continúan creciendo y desarrollándose.

El quiebre de la parte accionaria ha obedecido a una mezcla de factores que tienen que ver con las expectativas de crecimiento del país, la utilidad de las empresas y los problemas de liquidez. El día en que se estableció el encaje sobre las transacciones de ADR, por ejemplo, se generó de inmediato un problema de liquidez, dejando de ser atractivo este instrumento al hacerse más ilíquido el mercado tanto interna como externamente. Asimismo, los fondos de inversión que estaban en Chile pasaron a segundo plano, no surgiendo nuevos, en tanto que los existentes llegaron a su término por exigencia de sus Estatutos, produciéndose un flujo de liquidaciones. La afluencia de capitales extranjeros a la Bolsa que había sido positiva a partir de 1975, cambió de sentido desde 1995 en adelante, no entrando más capitales, sino que, por el contrario, comenzaron a salir, lo que tendió a deprimir los precios locales de las acciones. También se terminó la ventaja tributaria que había para los aumentos de capital, es decir, la no consideración como renta de la compra de acciones de primera emisión, lo cual era un incentivo bastante interesante para el pequeño inversionista. Finalmente, influyeron negativamente las altas tasas de interés de los activos financieros de renta fija, resultando mucho más atractivo hacer depósitos a plazo o comprar bonos del Banco Central como alternativa frente a los dividendos accionarios dados por las empresas.

El creciente fenómeno de concentración de la propiedad es una tendencia que se está imponiendo cada día más en el mercado bursátil local, debido a que han aumentado las ofertas públicas. Estas operaciones, si bien tienen inicialmente un efecto positivo sobre el mercado, al inducir un fuerte aumento de las transacciones, tienen el grave inconveniente de que, al cerrarse las empresas, es decir, retirarse del mismo, generan incertidumbre sobre cómo se sustentará la Bolsa más adelante, al no contar con las grandes empresas que servían como importantes indicadores en el mercado. Cabe consignar que entre los años 1995 y 2000 se cerraron al mercado setenta empresas, desapareciendo veinticinco sólo en el año 2000. Esta situación contrasta con lo ocurrido en la década de los 80 y en la primera parte de la década de los 90, donde se produjo un gran auge del capital accionario al contarse con la vía de las privatizaciones y de la capitalización popular.

Los referidos cierres no siempre guardan relación con la toma de control por parte de un inversionista, sino más bien con el hecho de que se agotaron las posibilidades de obtener financiamiento a través de un mercado, cuyos inversionistas no están interesados en sociedades que ofrecen poca liquidez y una baja presencia. Es más, aún las empresas con buenos proyectos, pueden resultar poco atractivas si no se les asegura a los inversionistas que podrán vender sus participaciones cuando quieran y recuperar, al menos, el capital invertido.

Variados han sido los esfuerzos desplegados para paliar los efectos de la iliquidez y de la poca profundidad de que adolece el mercado accionario local, entre los que, fuera de la ya mencionada creación de una bolsa off shore, se ha pensado en la posibilidad de que algunas empresas coticen en el LATIBEX, así como en la eliminación de ciertas exigencias que afectan el ingreso de capital extranjero. Sin embargo, se adivina que los

efectos producidos por la implementación de estas medidas serían sólo marginales, dado que existe una serie de trabas legales y burocráticas que les restarían dinamismo.

En 1996, por medio de la Ley N° 19.469, se autorizó a los fondos mutuos a invertir hasta el 100% de sus carteras en el exterior.

Se empieza a sentir la necesidad de tener una bolsa libre, barata y flexible, objetivo alcanzable sólo si se cuenta con un mercado desregulado, con pocos impuestos y bajos costos de transacción accionaria y una fuerte operatividad. Se empieza a plantear, asimismo, la necesidad de dar igualdad de derechos a los pequeños inversionistas para invertir en la bolsa, provengan ellos ya sea del medio nacional o del ámbito internacional, máxime si se tiene presente que el mercado global de capitales se está internacionalizando cada día más.

3.- Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones

La Ley N° 19.705 de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Ley de OPA), promulgada el 20 de Diciembre del 2000, que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece regímenes corporativos de gobierno de las empresas, viene a levantar algo al deprimido sector accionario, ya que les otorga más flexibilidad a los fondos de inversiones y les otorga más protección a los inversionistas minoritarios, fuera de darle mayor transparencia a los procesos de cambio de propiedad y de control de las compañías, lo que debiera asegurar un mejor comportamiento de la cartera de inversiones e incentivar la venida de capital extranjero. Fomenta, además, la generación de capital de riesgo a través de los fondos de inversión, dejando a los aportantes definir sus riesgos. Finalmente, flexibiliza ciertas normas que van en beneficio directo de los inversionistas institucionales, especialmente las AFP que forman el grupo de minoritarios más grande del país, otorgándoles un mayor resguardo en el ejercicio de su derecho a voto en las empresas en que inviertan, fuera de autorizarse la inversión de las AFP y compañías de seguros en fondos mutuos nacionales, a fin de diversificar más sus carteras de inversiones.

La Superintendencia de Valores y Seguros está dictando las normas complementarias para hacer que la ley sea operativa, haciendo ejercicio de las facultades que le son privativas. Para el efecto, la Superintendencia de Valores y Seguros ha tenido que empezar a modernizarse a través de un aumento de su planta directiva y profesional, de flexibilizar su estructura interna y de agilizar las gestiones que son de su área de acción, fuera de configurar un sistema de multas que tenga un real efecto correctivo.

Para velar por los intereses de los accionistas minoritarios frente a las decisiones de los controladores, la Ley de OPA creó los Comités de Auditoría, a los cuales quedarán sujetas las sociedades anónimas abiertas con un patrimonio bursátil superior a UF 1.500.000. Entre sus facultades, se cuenta la de fiscalizar la administración de este tipo de compañías, proponer la designación de auditores externos, determinar la existencia de operaciones con conflictos de intereses y revisar las estructuras de remuneraciones al

interior de las mismas. La existencia de estos comités permite a los accionistas minoritarios revisar los balances y estados financieros de las compañías, además de tomar conocimiento de las remuneraciones pagadas a los ejecutivos de éstas.

La nueva normativa establecida por la Ley de OPA, además de permitir que se realicen “stock options” en las empresas (destinar hasta un 10% de los aumentos de capital a planes compensatorios que beneficien a sus trabajadores), lo cual es fundamental para el desarrollo de la nueva economía del país, abre la posibilidad de que las empresas puedan recomprar sus acciones de primera emisión e induce cambios favorables en los sectores de los fondos mutuos y de los fondos de pensiones, fuera de modificar la Ley de Bancos, permitiendo que la Superintendencia del área sea quien determine los riesgos de concentración bancaria.

La circular N° 101 de la Superintendencia de Seguros y Valores que fue la primera en dictarse para los efectos de complementar la normativa fijada por la ley, establece que cuando una transacción no se lleve a cabo a precios de mercado, la toma de control de una compañía se va a realizar a través de una oferta pública, lo que significa que todos los accionistas van a poder participar en alguna proporción en la transacción y que, consiguientemente, se repartirá el premio inherente al control, fortaleciéndose los derechos de los pequeños accionistas, los cuales anteriormente eran pasados a llevar, adjudicándose los socios mayoritarios el total de dicho premio y vendiendo la participación de los socios minoritarios en las empresas, sin hacer consultas previas ni entregarles ningún género de información.

La Ley de OPA establece que, cuando una empresa intenta tomar el control de otra, tiene la obligación de informarlo al mercado con una anticipación de, al menos, diez días, exigiéndose, entre otras cosas, informar acerca de los objetivos de la toma de control y los planes de negocios contemplados, los montos y las condiciones de la operación y la identificación de las personas naturales o jurídicas que pretenden tomar el control.

La Ley de OPA establece también que cuando una empresa adquiera el control de más de los dos tercios de las nuevas acciones emitidas, estará obligada a extender su oferta al 100% de las mismas.

La Ley de OPA ha significado un cambio para las sociedades anónimas, al aumentar los requisitos que éstas deben cumplir para ser autorizadas para transar en las bolsas.

Esta ley vino a complementar las políticas implementadas por el Gobierno durante el año 2000 en orden a potenciar el mercado de capitales con medidas tales como la eliminación del año de permanencia impuesto a los capitales de inversionistas extranjeros, la eliminación del impuesto a las ganancias de capital que gravaba a esos inversionistas y la disminución de una serie de trabas burocráticas, además de autorizarse la utilización de contratos forward pactados en pesos o en unidades de fomento con contrapartes extranjeras y ampliarse el uso de derivados del crédito para mejorar la cobertura de riesgo. Dentro del año 2001, el Banco Central eliminó definitivamente el encaje a los capitales provenientes del exterior, se eliminó el requisito de autorización previa para la entrada y salida de capitales extranjeros, se puso término a las restricciones a la clasificación de riesgo mínimo y a los plazos ponderados mínimos aplicables a la emisión de bonos, se levantaron las limitaciones respecto a las monedas

en que se puede contraer deuda externa, se puso fin a las cláusulas especiales de prepago y se aceleró la contratación de créditos externos y finalmente eliminaron las restricciones impuestas a las emisiones de ADR.

La Superintendencia de Seguros y Valores tiene un enorme interés en crear un Código de Buenas Prácticas Corporativas, a fin de asegurarse que las compañías sean manejadas con absoluta transparencia, a fin de mejorar la eficiencia en la dirección de las empresas y el grado de protección brindado a los inversionistas, ya que ésta es una tendencia que se está imponiendo en el mundo desarrollado. Ello tiene la ventaja de mejorar la información sobre la marcha de una empresa, generando mayor confianza entre los inversionistas y, en consecuencia, un mayor atractivo por invertir. Ello abrirá, además, el camino hacia la autorregulación del mercado de capitales, debido a que algunos riesgos y fallas del mercado son mejor detectados por los emisores de oferta pública y por el resto de los agentes del mercado de valores. Para ello es importante que sean los agentes privados, los que fiscalicen a sus propios miembros, contribuyendo a generar confianza entre los inversionistas y el mercado en general. Entre los efectos positivos que conlleva una mejora de las prácticas cooperativas, está la reducción de las tasas de descuento para las empresas que se sujeten a esas prácticas, existiendo informes internacionales que avalan que los inversionistas están dispuestos a pagar un premio a las empresas que apliquen este tipo de prácticas. Finalmente, ello se traducirá en una mayor capacidad de las empresas para defenderse frente a las grandes crisis económicas que constantemente están afectando a un mundo que cada vez está más globalizado.

En los últimos años, se ha desarrollado una creciente preocupación por el valor de las compañías y la rentabilidad de las inversiones, estando las acciones de muchas compañías a la baja hoy en día, debido a que se constató que éstas estaban sobrevaluadas. Esta tendencia a la baja se contagió a otros mercados latinoamericanos, debido a que ningún mercado de la región es independiente en la actualidad, influyendo, además, sensiblemente la debilidad mostrada por las economías latinoamericanas, lo que hace que las perspectivas de crecimiento de sus empresas sean más bien pobres. En Chile, a la recesión económica y a la alta tasa de desocupación, se han agregado las expectativas negativas producidas por los marcos legales que ha estado configurando el Gobierno en las áreas laboral y tributaria (ley sobre evasión tributaria).

4.- Reforma para poner al mercado de valores chileno a nivel internacional

Para reactivar el mercado de capitales y sacar a la economía nacional de la recesión, se dictaron las Leyes N° 19.768 y N° 19.769 que crean un Nuevo Mercado de Capitales, las cuales fueron promulgadas el 6 de Noviembre del 2001. La primera introduce adecuaciones tributarias al mercado de capitales y crea el ahorro voluntario, en tanto que la segunda flexibiliza las inversiones de los fondos mutuos y compañías de seguros,

creando, además, la figura de la administración general de fondos, facilitando la internacionalización de la banca y el perfeccionamiento de las leyes que rigen a las sociedades anónimas y a los fondos de inversiones. Estas leyes, fuera de promover mayor ahorro e inversión, permiten una mayor conectividad entre los recursos de ahorro disponibles y las necesidades de inversión. Las leyes que nos ocupan, fuera de incentivar la inversión extranjera, están orientadas a fomentar, por medio de una mayor desregulación, que la mayoría de las entidades del sector financiero puedan tomar decisiones más a conciencia, pese a estar menos controladas.

Las principales materias abordadas en estas leyes se pueden resumir en los puntos siguientes:

Exención del impuesto a las ganancias de capital a las acciones con alta presencia bursátil.

Flexibilización de la industria de fondos mutuos y compañías de seguros.

Perfeccionamiento de la Ley de Bancos y disminución del capital mínimo para formar un banco de UF 800.000 a UF 400.000, lo que favorecerá la internacionalización de la banca.

Establecimiento de un mecanismo de ahorro voluntario con agentes distintos a los fondos de pensiones, tales como bancos, compañías de seguros, fondos mutuos y fondos de inversión.

Creación de las Administradoras Generales de Fondos.

Creación de la Bolsa Emergente con el beneficio de la exención del impuesto de ganancia de capital por tres años a las acciones de las sociedades que se inscriban antes del año 2006.

No consideración de las operaciones de venta corta como enajenación.

Emisión de efectos de comercio con un plazo mínimo de tres años y rebaja de dos a uno de la clasificación de riesgo exigida. Los bonos emitidos bajo este esquema podrán competir con las líneas de crédito a corto plazo.

Creación de un mercado de colocaciones privadas accesible sólo a inversionistas calificados.

En definitiva, la Reforma al Mercado de Capitales involucra medidas en las áreas tributaria, institucional y de los multifondos. Estas medidas se complementan con la iniciativa anunciada por el Banco Central en orden a poner fin a las restricciones cambiarias, facilitando la entrada y la salida de capitales y abriendo, por lo tanto, más la cuenta de capitales.

Los fondos mutuos representan una de las actividades que más se beneficiarán con la nueva ley, ya que se simplificarán sus procedimientos de suscripción y rescate, permitiéndoseles, además, a las administradoras de estos instrumentos desarrollar labores complementarias a su giro. Asimismo, se clasificarán los fondos mutuos en ocho categorías conforme a la política de inversiones seguida por los mismos, de modo que el ahorrante conozca de antemano en que tipo de activos financieros se están invirtiendo sus fondos. Se contempla también la exención del impuesto de ganancia de capital para

los fondos que estén invertidos en más de un 90% en acciones con presencia bursátil. Se establecen modificaciones patrimoniales a las administradoras de tales fondos y se las autoriza para los efectos de valorizar y contabilizar su cartera de inversiones en moneda extranjera. Por otra parte, las cuotas de fondos mutuos tendrán derecho a devolución de impuestos por los créditos contra los impuestos a la renta de Primera Categoría, Global Complementario y/o Adicional. Finalmente, se establecen criterios de valoración de los instrumentos o valores de deuda que integran sus carteras de inversiones.

También las compañías de seguros se beneficiarán, debido al establecimiento de desregulaciones, tales como la liberación de los portafolios de inversión, lo que implicará el establecimiento de mayores responsabilidades a los directorios de las compañías de seguros. Esto, fuera de aumentar los límites de inversión de sus carteras en ciertos valores, les va a permitir incorporar activos e instrumentos financieros nuevos, tales como efectos de comercio, bonos privados, créditos de índole bancaria, acciones de empresas emergentes, mutuos hipotecarios otorgados a personas jurídicas y para la compra de bienes raíces no urbanos y otros. También les va a permitir realizar actividades afines o complementarias al giro asegurador y la administración de fondos de terceros a través de filiales constituidas como Administradoras Generales de Fondos. Por otro lado, se ha permitido a las compañías de seguros comercializar sus productos a través de bancos, casas comerciales y empresas de servicios. Se ha fortalecido asimismo la autorregulación de nuestro mercado de seguros mediante la creación del depósito de pólizas, la incorporación de mecanismos modernos de medición de los riesgos de cartera y el aumento de las responsabilidades de los directorios, de modo que el mercado asegurador tenga una mayor libertad y flexibilidad para la comercialización de seguros y pueda responder, así, de mejor forma a los requerimientos de los asegurados.

Aunque el grado de beneficio contemplado para los fondos de inversión es mucho menor que el otorgado a las áreas de los fondos mutuos y de las compañías de seguros, algún provecho les va a reportar la Reforma de la Ley del Mercado de Capitales, ya que van a poder participar en el sistema de ahorro previsional voluntario y constituirse, además, como Administradoras Generales de Fondos. Adicionalmente, la Superintendencia de Valores y Seguros va a autorizar a las bolsas extranjeras para enajenar cuotas de fondos de inversión que se inviertan en acciones que tengan una alta presencia bursátil, haciéndoseles extensiva la exención al impuesto a la ganancia de capital. Finalmente, a las administradoras de fondos de inversión se les modificaron los requisitos patrimoniales previstos originalmente, reduciéndoseles las garantías exigidas sobre los fondos captados entre terceros, de modo de reducir las barreras de entrada de las mismas en la administración de este último tipo de activos.

Las Administradoras de Fondos Generales están concitando la atención de los actores que operan en el sistema financiero local, especialmente entre los conglomerados que operan en diversas áreas de negocios, por cuanto les permitiría reunir a muchas de sus filiales en una entidad con un patrimonio común, a fin de ganar en materia de economías de escala y de optimizar la cartera de clientes.

En materia de ahorro previsional voluntario, podrán participar en la oferta de planes de ahorro las siguientes instituciones del mercado de valores y seguros: las compañías de seguros de vida, las administradoras de fondos mutuos, los fondos de inversión, las

administradoras de fondos para la vivienda, las administradoras generales de fondos y los bancos comerciales.

Uno de los aspectos emblemáticos de la nueva ley es la creación de la Bolsa Emergente, iniciativa que ofrece el inconveniente de requerir mucho apoyo por el riesgo que conlleva, debiendo crearse incentivos atractivos, tanto para las empresas usuarias de los recursos captados como para los potenciales inversionistas. Esto es importante ponderarlo muy bien, por cuanto en el escenario actual, creado tras los ataques terroristas a EE.UU., a los inversionistas, especialmente las personas naturales, se les ha incrementado la aversión por el riesgo que plantea la inversión en los países y mercados emergentes, como es el caso de Chile. De aquí se desprende que hay que profundizar bastante todavía en el tema del desarrollo del capital de riesgo.

Uno de los principales beneficios que tiene la bolsa emergente, es la exención inmediata del impuesto de ganancia de capital para la enajenación de acciones emitidas por empresas que vayan a operar en esta bolsa, garantía que se extenderá por un período de tres años, el cual será prolongable si la compañía receptora logra suficiente presencia bursátil.

Parece indispensable diferenciar las empresas emergentes propiamente tales de las pymes (pequeñas y medianas empresas), catalogándose dentro de las primeras a las empresas que desarrollen proyectos de alta tecnología, las que tengan un fuerte potencial de crecimiento y las que contemplen planes innovadores de negocios. Resulta evidente que las empresas emergentes propiamente tales debieran beneficiarse con la franquicia de la exención del impuesto de ganancia de capital antes señalada, en tanto que, con respecto a las segundas, se está pensando favorecerlas adicionalmente con la deducción de la renta imponible de un porcentaje de la inversión comprometida correspondiente a la primera emisión y/o con la exención del impuesto a la renta de 1ª Categoría a las utilidades reinvertidas. En general, la bolsa emergente está concebida principalmente como un mecanismo para impulsar nuevas empresas que en poco tiempo se puedan incorporar al sistema general.

Para facilitar el proceso de afianzamiento de la Bolsa Emergente, la CORFO ha elaborado, conjuntamente con la Superintendencia de Valores y Seguros, la Bolsa de Comercio, el Banco del Desarrollo y la Asociación de Bancos, el “Programa de Apoyo para la Apertura de Bolsa para Empresas Emergentes”, el cual está diseñado para operar en tres fases consecutivas, a saber: el diagnóstico para calificar a una empresa determinada como emergente, el estudio de factibilidad para incorporarla a la bolsa y la preparación de la información necesaria para inscribirla en el listado de empresas emergentes autorizadas para transar en esa bolsa.

Las modificaciones que se contemplan para las Administradoras de Fondos de Pensiones y que están incluidas en un proyecto aparte en la reforma del mercado de capitales, van a tener un fuerte impacto económico y social. La iniciativa de la creación de multifondos es una sentida aspiración de estas administradoras y consiste en la creación de cinco tipos distintos de fondos que se diferencien por el porcentaje invertido en instrumentos de renta variable. Los afiliados tendrán derecho a manifestar su preferencia por algún tipo determinado de fondo y, en caso de no hacerlo, serán ubicados en los tres

fondos intermedios, atendiendo a su edad. Los afiliados, además, podrán cambiarse de fondo hasta dos veces en el año sin ningún costo. El nuevo sistema de multifondos de pensiones entró a regir el 1° de Agosto del 2002

En cuanto al proyecto de plataforma de inversiones, se piensa que éste sería una iniciativa destinada a proyectar a Chile como a una base atractiva de negocios hacia el resto del mundo, potenciando su excepcional situación desde el punto de vista macroeconómico. Hay muchos que piensan, sin embargo, que es una iniciativa que parte con muchas limitaciones que van a desvirtuar el espíritu de ese proyecto. Entre las críticas que se le hacen hay que destacar las siguientes:

El proyecto resulta ser discriminatorio, ya que no serviría de plataforma para las empresas extranjeras que ya están en el país, siendo de utilidad sólo para las nuevas empresas extranjeras que ingresen al mismo. Con ello se estaría inhibiendo la posibilidad de impulsar a Chile como una especie de portaviones para penetrar en el resto de la región por parte de empresas que ya están consolidadas y que empiezan a tener una gran experiencia sobre cómo manejar los negocios dentro de este espacio geográfico.

El proyecto está hecho para producir un avance en cuanto a la internacionalización de capitales y servicios, pero adolece de mucha timidez, ya que está hecho sólo para inversionistas extranjeros que vayan a utilizar a Chile como puente para transferir capitales con destino a Brasil o Argentina, no permitiéndosele hacer operaciones en el país. Con ello Chile está desperdiciando la posibilidad de radicar esos recursos en el país y transformarse en un verdadero rector de la economía latinoamericana en aspectos que vayan más allá del mero financiamiento.

El proyecto está orientado a favorecer sólo a los inversionistas extranjeros, en circunstancias que, en muchas compañías, estos inversionistas comparten la propiedad con inversionistas nacionales, no teniendo mucho sentido discriminar a estos últimos.

Otra limitante impuesta al proyecto reside en que los capitales colocados en Chile tienen que provenir exclusivamente de aportes de capital, no aceptándose que ellos ingresen bajo la forma de créditos. Esta prohibición de endeudarse, como la de permitir a las empresas extranjeras sacar sus utilidades a paraísos tributarios, dejarán de partida a Chile en condiciones de inferioridad frente a otros centros financieros internacionales.

El affaire de la venta de la Compañía Minera Disputada, la cual habría aumentado de ocho a diez veces el valor de sus activos, pagando muy pocos impuestos durante su permanencia en el país, ha generado la convicción en el Gobierno de que esta empresa debiera pagar, al menos, un impuesto sobre sus ganancias de capital al momento de ser transferida su propiedad a otros inversionistas. La oposición ha juzgado esta posición del Gobierno como una forma extraordinaria de captar recursos y de elevar la tributación a los inversionistas extranjeros, lo cual podría desincentivar la venida de estos últimos. La verdad de las cosas es que terminó por imponerse el criterio del Gobierno y la Compañía Minera Disputada debió pagar una cierta suma por concepto de impuestos sobre sus ganancias de capital. La posición del Gobierno parece justa, ya que esta empresa minera utilizó en exceso la práctica no deseable de financiar sus operaciones con créditos de sus filiales, endeudándose artificialmente, a objeto de tributar lo menos posible, fuera de recurrir al expediente de rebajar los costos por la vía de la depreciación acelerada de sus

activos y de hacer fuertes amortizaciones por concepto del agotamiento de sus yacimientos mineros.

CAPITULO IV LA MODERNIZACION E INTERNACIONALIZACION DE LA BANCA

1.- La banca hasta fines de la década de los 80

Terminada la Primera Guerra Mundial (1914-1918), hubo un movimiento generalizado en el mundo occidental por implementar la creación de un banco central en cada país que, además de la función monetaria, ejerciera control sobre el sistema financiero. La concentración de estas dos funciones en una sola institución fue propia de Europa y de la costa atlántica de América del Sur (Brasil y Argentina). Los países de la costa del Pacífico, en cambio, fueron visitados por una misión norteamericana que propiciaba el establecimiento de un Banco Central que operara separadamente de la Superintendencia Controladora, el cual se venía aplicando desde hacía largo tiempo en forma exitosa en los Estados Unidos.

Las razones invocadas para la fiscalización del sistema financiero son las mismas que, hoy, mantienen su plena vigencia, vale decir: el control de la creación, multiplicación y aceleración de los flujos de dinero circulante que crean los bancos, la necesidad de

garantizar la fe pública en relación con el funcionamiento del sistema bancario, la necesidad de generar una sana competitividad en el mercado bancario y la evidencia de una participación casi monopólica en el comercio exterior de importación y exportación.

Entre las décadas del 50 y del 70, el Banco Central, en su papel de superbanco, logró, mediante el empleo del sistema del encaje, del control cualitativo y cuantitativo del crédito y otras normas, adquirir un efectivo dominio sobre el sistema financiero chileno, asumiendo, en el fondo, los riesgos inherentes al sistema bancario y transformándolo en un conjunto de entidades financieras protegidas y sometidas a sus decisiones.

A comienzos de la década de los 70, ocurrió el episodio de la toma del poder por el Gobierno de la Unidad Popular, el cual virtualmente impuso la estatización de la banca, terminando este proceso estatizador con la caída de la Unidad Popular y el ascenso al poder del Gobierno Militar.

Desde 1974 en adelante, se procedió a desestatizar la banca, vendiendo las acciones que habían pasado al poder estatal, prohibiéndose su tenencia por parte de entidades estatales y procurando liberalizar fuertemente las actividades financieras.

Sin embargo, por razones de distinto orden, entre las que cabe mencionar la urgencia por privatizar las acciones bancarias, la proliferación excesiva de bancos y sociedades financieras, la falta de normas para limitar el acceso al crédito a las personas relacionadas, la marejada de petrodólares que inundó al país, etc., se generó una fuerte crisis que comenzó a fines de 1981 y que obligó a intervenir y a liquidar numerosas instituciones financieras, a que el Estado asumiera la deuda externa de prácticamente toda la banca nacional y a que el Banco Central tuviera que comprarles a su valor nominal gran parte de su cartera de colocaciones de alto riesgo.

Hasta la década de los 70, el mercado de capitales estaba constituido por los bancos y financieras, las bolsas de valores y algunas otras entidades no gravitantes de ahorro y crédito. En la actualidad, dicha área es mucho más compleja. La vigorosa aparición de los inversionistas institucionales y el gradual desaparecimiento de las barreras entre los mercados de diferentes países, son los factores decisivos que han producido un cambio radical dentro del mercado de capitales chileno.

Por largo tiempo y como producto, tal vez, de la crisis de comienzos de los años 80, el sector bancario estuvo regido por una legislación prudencial que perseguía como meta que los bancos tuvieran una buena clasificación de cartera, un buen control de los créditos relacionados y, en general, una base de capital importante y suficiente para atender los negocios que, por ese entonces, podían realizarse.

Las leyes 18.576 de 1986, 18.707 de 1988 y 18.818 de 1989 se preocuparon de corregir las deficiencias observadas con ocasión de la crisis financiera que comenzó a fines de 1981, dictando normas sobre créditos otorgados a personas relacionadas con bancos por razones de propiedad accionaria o de administración, estableciendo normas objetivas para observar los límites de endeudamiento de un banco y creando medidas para regularizar la situación de las empresas en peligro de quiebra. Se estableció también el pago preferente de los depósitos y obligaciones a la vista y una garantía estatal para los depósitos a plazo no superiores a 120 unidades de fomento. Finalmente, se crearon los bonos subordinados que se colocaban a largo plazo y que no admitían

prepago.

La legislación de esos años constituyó la típica reacción frente a una crisis, es decir, la dictación de normas para evitar que se repitieran fenómenos no deseados. En cambio, en materia de inversiones en el exterior, la ley fue tan exigente que hizo imposible la apertura de filiales fuera del país.

La primera verdadera modernización, después de la crisis, se produjo en 1986, cuando se permitió a los bancos comenzar a operar a través de filiales en negocios que no eran propios de la actividad bancaria tradicional consistente en captar y prestar fondos. Gracias a ello aparecieron las corredoras de bolsa, los leasing, los fondos mutuos, las asesoras financieras, las agencias de valores y otras entidades asociadas al sistema bancario.

El acierto de estas reformas se manifiesta en la evolución que han tenido los ingresos de las filiales, los cuales de una participación relativa mínima en las entradas de los bancos en 1988, pasaron a representar el 15% de las mismas en 1996, permitiendo constatar, de paso, las posibilidades de diversificación de negocios que tiene la banca, tanto fuera como dentro del país.

2.- Motivaciones que influyeron para modificar la legislación bancaria durante los 90

En la década de los 90, se empezaron a manifestar una serie de presiones por modernizar el sistema bancario, a saber:

La presión del sector privado por liberalizar la legislación restrictiva dictada después de la crisis de comienzos de los 80.

El interés del Gobierno por regularizar la existencia de una obligación pendiente y de plazo indeterminado (deuda subordinada) que algunos bancos mantenían con el Banco Central por concepto de cartera vencida.

El problema generalizado que afectó a la banca mundial durante la década de los 80, produjo el acercamiento de las asociaciones de bancos y de los sistemas fiscalizadores de los diversos países, lo que llevó a adoptar los principios de Basilea, los cuales son acuerdos y recomendaciones sectoriales que adoptan los bancos centrales y organismos fiscalizadores en reuniones periódicas que se realizan en esa ciudad suiza.

La rigidez de la legislación bancaria vigente que definía taxativamente lo que los bancos podían hacer, restaba iniciativa al sector, haciéndose imperativo modificar la Ley de Bancos.

La internacionalización del sector productivo presionó también por una reforma de esta ley.

La urgencia de incorporar normas que facilitaran la eficiencia y rebajaran los costos de los servicios fue otro factor determinante.

El Gobierno estuvo de acuerdo en modificar la ley, pero a condición de que ella fuera aparejada con una solución aceptable de la deuda subordinada que parte de la banca mantenía con el Banco Central. A mediados de 1995, se dictó la Ley 19.396 que dio solución definitiva al problema de la deuda subordinada, pudiendo entrarse a discutir la ley destinada a modificar la legislación bancaria, la cual se tradujo en la dictación de la Ley N° 19.528 que se publicó en el Diario Oficial del 4 de Noviembre de 1997. A través del Decreto con Fuerza de Ley

N° 3, se fijó el texto refundido de todos los cuerpos legales involucrados en la Reforma a la Legislación Bancaria más importante desde 1986.

Las principales modificaciones contenidas por la nueva ley son las siguientes:

La liberalización del otorgamiento de licencias bancarias, pudiendo rechazar la Superintendencia de Bancos la formación de un banco sólo por resolución fundada, argumentando que los accionistas fundadores no han acreditado una solvencia patrimonial, a lo menos, equivalente a la inversión proyectada o que existen antecedentes de conductas culposas. En cuanto a las instituciones extranjeras que deseen participar con más de un 10% del patrimonio de un banco chileno o establecer una sucursal en el país, se estableció la obligación de que provinieran de un país donde exista una entidad supervisora adecuada o, subsidiariamente, que pertenecieran a un país sujeto a las normas de Basilea y que pudieran proveer información adecuada.

Se adoptaron las normas de Basilea sobre relaciones entre activos y patrimonio. En Latinoamérica, el tamaño de un banco ha estado dado tradicionalmente por una relación entre sus pasivos (endeudamiento) y su patrimonio (capital más reservas), fijándose en Chile, a partir de 1940, un endeudamiento máximo igual a veinte veces el patrimonio. En Europa, en cambio, la relación entre pasivos y patrimonio es sustituida por una entre activos y patrimonio. En la reforma de la ley primó el enfoque europeo, estableciéndose, como requisitos, mantener relaciones mínimas entre patrimonios y activos ponderados y entre capital básico y activos. En este contexto, pasó a exigirse un patrimonio efectivo no inferior al 8% de los activos ponderados por riesgo de cada banco y la obligación de mantener un capital básico (capital pagado más reservas) no inferior al 3% de los activos totales del banco. El patrimonio efectivo quedó definido como el capital básico más el monto de bonos subordinados con un límite ascendente al 50% del capital básico más un 1,25% de los activos ponderados por riesgos por concepto de provisiones voluntarias. Del patrimonio efectivo, son deducibles los fondos aportados a las sociedades filiales que forme un banco determinado y los fondos asignados a sucursales que se establezcan en el extranjero, salvo determinadas excepciones.

Se facultó expresamente a los banca para abrir oficinas (sucursales) dentro del país con el sólo requisito de informarlo a la Superintendencia de Bancos, a condición de que no estén calificados en las dos últimas categorías, en cuyo caso requerirán de autorización expresa.

Se facultó también a los bancos para abrir sucursales u oficinas de representación en el extranjero, efectuar inversiones en acciones de bancos extranjeros o en acciones de empresas extranjeras que tengan el giro de agentes de valores; corredores de la bolsa; administradoras de fondos mutuos, de fondos de capital extranjero, de securitización de

títulos, etc., previa autorización de la Superintendencia de Bancos y del Banco Central.

Se facultó asimismo a las sociedades financieras, previa autorización de la Superintendencia de Bancos y del Banco Central, para abrir sucursales en el extranjero o participar en sociedades establecidas en el exterior que tengan algunos de los giros señalados en el punto anterior, pero con la prohibición de participar en sociedades de giro bancario.

Se encomendó a la Superintendencia de Bancos una calificación periódica de, a lo menos, una vez al año de todos los bancos e instituciones financieras, distinguiéndose para el efecto cinco categorías, en los que se ponderan no sólo las carteras, sino también otros elementos de gestión, tales como los controles internos, los sistemas de información, el seguimiento oportuno de riesgos, la capacidad para enfrentar escenarios caracterizados por contingencias difíciles, etc.

Entregó a los bancos la facultad legal de emitir y operar tarjetas de crédito, operaciones que, de hecho, los bancos venían desarrollando hacía años.

Autorizó a los bancos a actuar como agentes colocadores de acciones de primera emisión de sociedades anónimas abiertas, pudiendo garantizar su colocación, lo que constituye una de las características más importantes del underwriting. Esta había sido una operación propia de los bancos que fue restringida sólo a los instrumentos de renta fija por la Ley 18.576 de 1986. La restricción obedeció a que tal tipo de operación se había prestado a abusos en los tiempos de crisis. Al reestablecer esta facultad a los bancos, se han tomado resguardos para que estos problemas no vuelvan a ocurrir, especialmente porque sólo pueden operar con acciones de sociedades anónimas abiertas.

Otorgar servicios financieros por cuenta de terceros, en la forma y condiciones que determine la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Otorgar servicios de transporte de valores.

Mediante una norma general emanada de la Superintendencia que nos ocupa, se facultó a los bancos para desarrollar directamente operaciones de leasing, factoring, cobranzas y prestación de servicios financieros que complementen el giro bancario.

Se ampliaron las operaciones que pueden desarrollar las sociedades filiales constituidas por los bancos en Chile, facultándose a dichas filiales para que pueden realizar operaciones de:

Administración de fondos de capital extranjero, securitización de títulos; corretaje de seguros, salvo seguros previsionales, todas ellas bajo las condiciones que establezca la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Comprar y vender bienes corporales mueble e inmuebles para los efectos de realizar operaciones de arrendamiento, con o sin opción de compra, y efectuar operaciones, tales como factoring, asesoría financiera, custodia o transporte de valores, cobranza de créditos y prestación de servicios financieros que la Superintendencia estime complementarios a su giro comercial.

Se dictaron normas sobre otras materias de interés, tales como:

Se rebajó de 10 a 6 años el plazo para conservar libros, formularios, correspondencia, documentos y papeletas.

Se derogó la obligación de informar a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, cada vez que se otorguen créditos a una misma persona natural o jurídica que sobrepasen el 5% del capital pagado y reservas.

Se derogó la necesidad de la autorización previa del Superintendente para la apertura de Departamentos de Comisiones de Confianza.

Se eliminaron los fondos de reservas.

Se derogó la obligación de mantener un depósito en el Banco Central a la orden del Superintendente, como garantía del cumplimiento de la ley.

Se suprimieron diversas incompatibilidades para ser director de un banco.

3.- Los principales determinantes en el proceso de internacionalización de la banca mundial

El proceso de internacionalización de la banca es un proceso que se ha venido desarrollando en los últimos años, tanto en los países industrializados como en los en desarrollo, caracterizándose por un proceso de apertura de la cuenta de capitales y por la reestructuración del sector bancario. De hecho, la industria bancaria ha estado expuesta, a nivel mundial, a cambios importantes que han obligado a los intermediarios bancarios y a las autoridades económicas a replantearse la organización del sector. Son varios los factores que han impulsado a ello:

La revolución que se ha manifestado en las áreas de las telecomunicaciones y de la informática, la que, por medio de una reducción de los costos de las transacciones financieras, ha permitido la aparición de numerosos competidores a los bancos, tanto por el lado de sus activos como de sus pasivos.

La modificación de marcos regulatorios singularizados por ser excesivamente restrictivos que impedían la participación de los bancos en nuevos negocios complementarios a su actividad tradicional consistente en transformar depósitos de corto plazo en préstamos de más largo plazo.

La aparición de inversionistas institucionales en la forma de administradoras de fondos de pensiones y de compañías de seguros, ha introducido una nueva área de competencia en el mercado de los activos y pasivos de largo plazo.

La globalización de los mercados de bienes y servicios no financieros que ha llevado a una expansión de las relaciones financieras entre países. Esto se ha debido a un fuerte aumento de los volúmenes del comercio mundial como resultado del desmantelamiento progresivo de las barreras al comercio de bienes y servicios no financieros que ha tenido lugar a partir ya desde la Segunda Guerra Mundial. Al término de ella, los líderes de los países industrializados se abocaron a la tarea de establecer un comercio más libre, como

una forma de evitar una repetición de los grandes costos que irrogaron las guerras comerciales de los años 30. El mecanismo utilizado para reducir las barreras aduaneras fueron las reducciones unilaterales y las reducciones multilaterales de las restricciones arancelarias y no arancelarias que se negociaron en rondas sucesivas del GATT. Esta tendencia hacia la globalización se aceleró en los últimos años con la transición hacia una economía de mercado de los países en desarrollo y de los países de la órbita socialista.

Las principales implicancias que trajo a los bancos este nuevo escenario, fueron las siguientes:

Una desintermediación bancaria, es decir, una disminución de la participación relativa de los pasivos bancarios sobre el total de los pasivos financieros.

Un cambio en la composición de los activos bancarios que se caracterizó por una disminución de su participación en los créditos a las grandes empresas y en un aumento de su participación en cuanto a créditos personales.

Una tendencia al aumento del riesgo por parte de los activos bancarios, como consecuencia de este cambio en la composición de la cartera.

La expansión de las actividades bancarias fuera de las fronteras de los países en que se encuentran registrados.

Las autoridades supervisoras de las instituciones financieras no se pudieron quedar pasivas ante estos acontecimientos, centrándose su reacción en dimensionar los efectos de estos cambios sobre la eficiencia y seguridad del sistema de pagos y de créditos y en establecer criterios para facilitar la internacionalización de la banca.

La respuesta de las autoridades de los diversos países ha sido muy variada, tomando varias direcciones, pero observándose una cierta sujeción a patrones comunes. Así, por ejemplo, ha habido una tendencia universal hacia la reducción de las prácticas de otorgar crédito subsidiado, como también de la asignación de cuotas especiales de crédito a sectores específicos. También se ha advertido una tendencia cada vez más generalizada a regir al sector financiero por las reglas del mercado, pero entregando incentivos y directrices que los lleven a evitar riesgos que pongan en peligro el sistema de pagos y créditos de toda la economía. Finalmente, algunos países han tomado medidas activas para atraer un mayor volumen de negocios bancarios, mejorando su infraestructura y liberalizando las regulaciones a las transacciones financieras internacionales.

En cuanto a la forma que ha ido tomando la evolución del sector financiero en los distintos países, cabe señalar las siguientes tendencias:

Orientación hacia una banca universal, extendiéndose el ámbito de los negocios hacia actividades tales como: el corretaje de valores, los servicios de asesoría financiera, la administración de carteras, la administración de fondos mutuos y fondos de pensiones y la comercialización y distribución de seguros de vida y seguros generales. La finalidad de la universalización de este tipo de servicios es bajar los costos, puesto que resulta más caro ofrecer cada uno de ellos en forma separada.

Modernización de la regulación bancaria para permitir que los bancos se puedan

extender a estas nuevas áreas de negocios, cuidando, eso sí, que se mantenga la solidez y la confianza en el sistema de pagos.

Autorización a los bancos en forma creciente a hacer préstamos, tanto interbancarios como a sectores no bancarios localizados en otros países, fuera de permitir tomar depósitos de residentes en otros países.

Introducción de medidas modernas para garantizar la solidez del sistema bancario, teniendo presente que el mejor seguro contra un aumento excesivo de los riesgos, es tener una economía sólida que cuente con bancos bien capitalizados y con una regulación moderna asociada a una Superintendencia de Bancos profesionalizada y con gran autonomía. En cuanto a las reglas de capitalización, la gran mayoría de los países han introducido las normas de Basilea.

4.- La internacionalización de la banca chilena

La internacionalización de la banca chilena es un tema muy relacionado con la estrategia de apertura al exterior de nuestra economía y que incide en el posicionamiento de Chile en los diferentes mercados en los que pretende competir.

Hay varias razones que explican en concreto la necesidad y conveniencia de promover la apertura del mercado de capitales, entre las cuales cabe mencionar la reinserción de Chile en los mercados voluntarios de crédito internacional, el término del problema de la deuda externa, la positiva clasificación de riesgo-país alcanzada y la presencia de creciente inversión extranjera en Chile, todas las cuales son factores que apuntan a cambiar el sistema de equilibrio de mediano plazo en lo tocante a la disponibilidad de divisas y a asociarlo necesariamente con una política de fortalecimiento sistemático del peso chileno.

Por otra parte, la salida de nuestras empresas al exterior, ya no sólo para vender productos, sino también para insertarse en otros mercados como productoras de bienes y prestadoras de servicios, implica operaciones de inversión para las que se hace necesario contar con un acompañamiento financiero que la banca está en condiciones de suministrar. Demás está señalar que el apoyo recíproco que se puedan prestar el sector financiero y las actividades productoras y de servicios nacionales en el exterior, van a facilitar su posicionamiento internacional.

En los últimos años, el Gobierno ha venido promoviendo el marco institucional y operativo necesario para incentivar los flujos de capitales hacia el exterior. En esta línea, se sitúan el abanico de nuevos instrumentos en que las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y las compañías de seguros pueden invertir, ahora, en el exterior y la creación de los fondos mutuos internacionales y de los fondos de inversión internacionales.

La Ley de Modernización e Internacionalización de la Banca, dictada en Noviembre de 1997, debiera ir solidificando cada vez más la posición de Chile en el exterior.

Para un país que ha logrado restablecer su estabilidad macroeconómica y que tiene un sector financiero bien capitalizado y con un sistema de regulación y supervisión muy moderno, como es el caso actual de Chile, puede haber importantes ganancias de bienestar al liberalizar los flujos de capitales. Las ventajas de liberalizar esos flujos son de orden muy diferente, a saber:

Cuando los precios relativos de los servicios financieros son distintos que en el resto del mundo, la liberalización del flujo de capitales le permite cosechar al país las ventajas provenientes del intercambio entre activos y pasivos en los nichos que le sean favorables, permitiendo, de paso, la reestructuración del sector financiero de acuerdo a sus ventajas comparativas.

Promover la competencia del sector financiero y, de este modo, contribuir a una mejor eficiencia en el uso de los recursos disponibles, incentivando simultáneamente la inversión y el ahorro.

Facilitar la elevación de la eficiencia por parte del aparato productivo, al ampliarse las posibilidades de que los productores diversifiquen riesgos y logren, por otra parte, financiamiento en condiciones más similares a las de sus competidores, tanto en Chile como en el extranjero.

Facilitar una expansión de la tasa de inversión de una sociedad, basándose exclusivamente en la rentabilidad de sus proyectos, sin tener la limitante de la disponibilidad de ahorro nacional.

Para un país que tiene ventajas comparativas en la producción y distribución de servicios bancarios a nivel regional, posición adquirida a través de años de competencia interna que han promovido la eficiencia y la innovación, la existencia de restricciones a la internacionalización opera de manera similar a como lo hacen los impuestos a las exportaciones, siendo perentorio eliminarlas, a fin de hacer efectivas esas ventajas comparativas.

En la actualidad, los bancos están presentes en una gama muy variada de servicios financieros, siendo un banco un verdadero supermercado del rubro. A modo de ejemplo, se puede decir que un cliente que, hoy en día, tiene acceso a cuenta corriente, que posee inversiones en un fondo mutuo y que opera a través de una corredora de bolsa, puede mover sus fondos de un lugar a otro, accediendo a un mucho mayor número de productos financieros que los que le eran accesibles en un pasado relativamente cercano y sin tener que operar desde afuera de su banco.

Demás está señalar que es particularmente atractivo para el país entrar a actuar en áreas de los servicios financieros que no existen o no están siendo bien atendidas en otros países y en las cuales el país cuenta ya con mucha experiencia acumulada.

La internacionalización de la banca facilita también la expansión del comercio de bienes y servicios no financieros y también la internacionalización de empresas no financieras. Al expandirse una empresa no financiera a un país vecino, sus posibilidades de éxito mejorarán si puede beneficiarse de las relaciones sólidamente cimentadas con algún banco de su país de origen.

Una diversificación internacional cuidadosa puede aumentar también la seguridad y

solidez de un banco, al distribuir su exposición en países sujetos a ciclos económicos diferentes.

La internacionalización de la banca tiene costos potenciales asociados a los problemas tradicionales de riesgo moral que guardan relación con los seguros de depósitos. Pero, en el caso específico chileno, los riesgos potenciales se encuentran bajo control, gracias a una legislación moderna en cuanto a capitalización, regulación y supervisión bancaria.

La evolución de la internacionalización de la banca ha generado también presión en los reguladores en orden a uniformar sus regulaciones y evitar, así, competencia entre ellos que pudieran incidir en un aumento de los problemas relacionados con el riesgo moral que surge con los seguros de depósitos. Cambios claros se han hecho en esa dirección, al establecerse criterios comunes de valorización de activos y de requerimientos de capital para bancos que pretendan operar a nivel internacional, dentro del contexto del Acuerdo de Basilea.

La internacionalización de la banca es, en rigor, un proyecto conjunto donde participan reguladores, supervisores y banqueros, teniendo todas las características de un proyecto-país, ya que se inscribe dentro del marco de un proceso de desarrollo, donde la totalidad de la economía se abre hacia el exterior a través del comercio y las inversiones.

5.- Potencialidad de la banca nacional

La banca chilena exhibe un potencial importante para competir exitosamente en los mercados de los países vecinos y también en otras latitudes. La fuerte expansión de las empresas chilenas en esos mercados constituye una base de apoyo lo suficientemente sólida para darle el impulso inicial a su proceso de internacionalización. Otro factor muy positivo es la posición internacional de nuestro país en materia de clasificación de riesgos (clase A), lo que nos ubica en una posición privilegiada dentro de las economías emergentes. También es de interés señalar la vasta experiencia que tiene la banca privada en la evaluación de riesgos crediticios dentro del contexto del mercado financiero, el apoyo que significa contar con un organismo supervisor fuerte que contribuye a atenuar los riesgos y la gran estabilidad que muestra la estructura financiera de la banca nacional.

En síntesis, la banca chilena ofrece las siguientes ventajas comparativas dentro del Area Latinoamericana:

Baja percepción de riesgo que presenta el país dentro del medio internacional, lo que le permite tener acceso a crédito mucho más barato que otros países del área.

El nivel de activos bancarios respecto al PIB, es mucho más alto en Chile que en Brasil, Argentina y México, lo que sugiere que el sistema financiero chileno ha logrado un mayor grado de importancia relativa en la asignación de recursos de la economía, lo que refleja un mayor grado de desarrollo de la banca nacional respecto a la banca de la

Región.

La banca chilena muestra el más bajo nivel de costos de apoyo en toda la Región, lo que indica que opera con el más alto nivel de eficiencia, viéndose esto reflejado en un menor margen bruto de interés, entendiéndose por éste la diferencia existente entre el costo de captación para un banco y lo que cobra a sus clientes cuando les presta dinero.

Gran capacidad de adaptación a los cambios, lo que es índice de un alto grado de profesionalismo que se traduce en ventajas comparativas, tanto a nivel de Know-How y de management, como de inversión tecnológica.

Como contrapartida, ofrece las siguientes desventajas:

El tamaño relativo reducido de la banca chilena respecto al total de la banca Latinoamericana. Los activos de la banca chilena tienen un tamaño equivalente al 4% del PIB de la Región, contra un 38% de los de Brasil, un 23% de los de México y un 19% de los de Argentina.

Los bancos de los países más importantes de América Latina son mucho más grandes que los que caracterizan a la banca chilena, llegando el Banco do Brasil, por ejemplo, a duplicar el capital que posee la totalidad de nuestra banca.

Nuestro mercado es maduro, estable y lo conocemos bien, pero, fuera de nuestras fronteras, cambia la cosa, ya que es difícil gozar de los mismos equilibrios macroeconómicos en países diferentes al nuestro. En una primera etapa, la apertura debiera ser gradual, pero efectiva, aprovechando la ventaja que se ha ido acumulando mucha información sobre el comportamiento de los bancos y empresas de la Región, gracias, especialmente, a que hemos venido operando dentro del marco de los créditos comerciales de la ALADI.

Es necesario, además, tomar algunos resguardos, siendo aconsejable no perder de vista el factor riesgo-país que hace aconsejable operar sólo en aquellos países en desarrollo que estén mejor clasificados desde esta perspectiva. De aquí que convenga evaluar los programas de transformaciones estructurales que se hayan emprendido en cada país, a objeto de tener una adecuada valoración del grado de incertidumbre existente respecto a la estabilidad y el mantenimiento de las reglas del juego, tanto en materia política como económica. Es necesario montar no sólo estructuras de análisis del riesgo que ofrezca cada país, sino también el de otras variables, fuera de dinamizarse la participación fundamentada de los Directorios de los bancos en este nuevo escenario de negocios.

Un primer desafío para la internacionalización de la banca tiene que ver con la estabilidad económica y política. De hecho, los escenarios latinoamericanos cuentan al respecto con un historial bien negativo, lo que se ve reflejado en las clasificaciones riesgo-país que realizan las evaluadoras internacionales.

Otra variable importante y que está ligada a la estabilidad económica, es el riesgo cambiario. La experiencia histórica que existe sobre la materia en América Latina, habla de mucha inestabilidad a este respecto.

La infraestructura de telecomunicaciones es otro factor relevante. En gran parte de los países de América Latina, las telecomunicaciones se encuentran reguladas y ostentan

un menor nivel de desarrollo, razones por las cuales las posibilidades de implementar tecnologías que se encuentran actualmente en uso en Chile, se ven limitadas. Este estado de cosas impone la necesidad de adaptarse a la tecnología existente, pero a un costo tal que no se pierda en eficiencia.

Otro elemento limitante que se va a tener que enfrentar, es la falta de información veraz, completa y oportuna para la toma de decisiones, tanto de la banca de la competencia como de los sectores de la economía que presionan por financiamiento. Está claro que el hecho de contar con información insuficiente y poco confiable, va a dificultar no sólo la evaluación de la apertura de una sucursal en un país específico, sino también el propio desenvolvimiento de ella.

También es necesario recordar que en muchos países latinoamericanos, hay una alta presencia relativa de sectores informales, por lo que hay una gran cantidad de empresas medianas y pequeñas que trabajan sin ningún tipo de facturas y registros contables, no contando, por lo tanto, con estados financieros auditados o respaldados por entidades supervisoras. Esto significa que se requiere de un proceso de aprendizaje sobre la manera de funcionar en ese tipo de economías. Esto no resulta un obstáculo insalvable, pero es una realidad a la que hay que adaptarse.

La no disposición en cuanto a calidad y número de las llamadas “centrales de riesgo” que suministran valiosa información para la toma de decisiones sobre el otorgamiento de créditos en forma rápida, es otro factor muy indeseable.

Asimismo, está el problema de la captación de recursos humanos apropiados, ya que no es tarea fácil conformar una plana ejecutiva que opere con mentalidad distinta a la local y abierta hacia fuera y que administre la empresa con los mismos principios con que lo harían sus propios dueños.

Finalmente, no hay que olvidar los problemas legales y administrativos que pudieran surgir en otros países, los que podrían afectar la eficiencia de la empresa y la rentabilidad del negocio.

Chile, en consecuencia, enfrenta el desafío de poner en práctica las ventajas comparativas de que él goza y de ver la manera de buscar su consolidación. No obstante, no debe perder de vista que las ventajas comparativas de que, hoy, disfruta, son sólo temporales y que nacieron gracias al desfase existente respecto a otros países, en cuanto a apertura económica y estabilidad política, ventajas que debieran tender a desaparecer en el largo plazo.

El proceso de internacionalización tendrá que eliminar todas aquellas trabas que encarecen las operaciones y las transforman en inviables. Debe pasar a primar el criterio de que la industria bancaria no puede exportar impuestos, sino solamente servicios. Además, deben eliminarse los encajes y fijarse provisiones a los créditos externos que sean consistentes con la competitividad de esas operaciones. Por último, tendrán que dictarse normas de consolidación de balances y otras que permitan una efectiva y real incursión de los inversionistas de la banca chilena en el exterior, no viendo limitada su participación sólo a los negocios de alto riesgo o con demanda excesiva de capital.

Otro elemento que conviene tener presente con miras a profundizar el proceso de

internacionalización de la banca, es la inclusión del tema de los servicios financieros en los tratados de libre comercio, por cuanto éste es un campo donde el país puede tener ventajas comparativas importantes.

En la actualidad, los bancos han llegado a ser auténticos supermercados dentro del rubro. A modo de ejemplo, se puede decir que un cliente que, hoy en día, tiene acceso a cuenta corriente, que posee inversiones en un fondo mutuo y que opera a través de una corredora de bolsa, puede mover sus fondos de un lugar a otro, accediendo a un mucho mayor número de productos financieros que los que le eran accesibles en un pasado relativamente cercano y sin tener que operar desde afuera de su banco. En esta área, el país ha alcanzado un importante grado de sofisticación y eficiencia.

Es conveniente, además, que la banca chilena tenga acceso a países donde esté en práctica una adecuada regulación y supervisión, ya que ello, en lugar de entorpecer, debiera facilitar las acciones que se piensen acometer.

6.- Características de la apertura hacia el exterior

Tanto las autoridades de Gobierno como el sector bancario, están pensando en una internacionalización integral de la banca que le permita hacer colocaciones transfronterizas e inversiones por medio de sucursales, subsidiarias y joint-ventures. Estas operaciones podrían contribuir decisivamente a consolidar la expansión de nuestras empresas en Latinoamérica. Existe consenso que con la nueva ley, el sistema financiero chileno podría llegar a situarse en posiciones de vanguardia dentro de la banca de las economías emergentes.

Sin perjuicio de lo anterior, es evidente que los bancos tienen una gran responsabilidad en orden a impulsar una internacionalización prudente. Ello exige desarrollar políticas y estrategias consistentes, establecer adecuados controles internos y hacer un seguimiento oportuno de las operaciones que se materialicen. Los accionistas y directores deberán, además, evaluar en profundidad la naturaleza de los proyectos en el exterior, el riesgo máximo que están dispuestos a soportar y la prima de rentabilidad exigible a los mismos. Finalmente, deberán proporcionar información adecuada y oportuna a la entidad supervisora, ya que ésta es una exigencia esencial que se deben autoimponer los bancos para ayudar a regular el mercado financiero.

CAPITULO V LOS BANCOS DE INVERSION EN UN MERCADO DE CAPITALES DESARROLLADO

Contrariamente a lo que su nombre nos puede sugerir, los bancos de inversión constituidos en los centros financieros más desarrollados, no son entidades que capten dinero para financiar proyectos de largo plazo a costa de su riesgo. Los bancos comerciales, que en Chile pueden actuar como agentes de valores, realizan sólo algunas de las tareas que son propias de los bancos de inversión, estándoles prohibido, hasta hace muy poco tiempo atrás, suscribir acciones.

La creciente importancia de los inversionistas institucionales en el mundo, el control aplicado a las tasas de interés de captación en algunos países, los spreads de los préstamos bancarios y la mayor complejidad del mercado de capitales, se pueden contar entre los factores que han producido el mayor desarrollo de las actividades de la banca de inversión, a contar de la década de los 70.

Los factores mencionados, conjuntamente con la mayor y mejor información que fluye entre los agentes del mercado de capitales, hacen que las operaciones de financiamiento directo a través de la vía de la emisión de títulos, sean cada vez menos costosas. Se empieza a producir de este modo el proceso conocido bajo el nombre de “desintermediación financiera”, en el cual los intermediadores financieros, tales como los bancos comerciales, empiezan a perder importancia en el mercado de capitales. El rol del

banco, como intermediador entre los agentes de ahorro e inversión, empieza a tener menos importancia cuando las empresas se inician en la práctica de emitir títulos de deuda transables y éstos son adquiridos por los agentes que disponen de exceso de fondos. Sin embargo, aún en un mercado de capitales con perfecta información, el rol del banco comercial como intermediador de fondos seguirá siendo siempre muy importante. Aun cuando la tasa de interés que pueda ofrecer el banco a sus depositantes sea inferior a la que ofrecen los títulos emitidos por empresas productivas, el depósito bancario va a seguir siendo atractivo por la mayor seguridad que importa la diversificación de los activos del banco.

Los bancos de inversión tendrán éxito y podrán competir con la banca comercial en la medida que puedan proveer a las empresas con un financiamiento barato y manejable en comparación con el crédito bancario tradicional y en la medida que puedan ofrecer rentabilidades y niveles aceptables de riesgo a los entes ahorradores.

Los bancos de inversión no forman parte del sistema financiero en su acepción convencional. Tampoco se puede decir que los bancos de inversión sean sustitutos de los bancos comerciales, puesto que los primeros no captan dinero del público ni pueden tener entre sus clientes a la pequeña empresa que necesita contraer deudas. En un mercado de capitales reputado de moderno, debieran coexistir los bancos de inversión y los bancos comerciales, realizando algunas labores que serán muy similares, pero también otras que serán en esencia muy distintas.

En Chile, una vez que avance la normalización de la estructura financiera de las empresas productivas y en la medida que se fortalezca el mercado de capitales, las actividades de la banca de inversiones debieran empezar a cobrar una importancia creciente. En la sección siguiente, definiremos qué es y qué hace un banco de inversiones, teniendo a la vista la experiencia acumulada en los Estados Unidos y en los euromercados.

1.- Origen de los bancos de inversiones

Las actividades desarrolladas por la banca de inversiones, conocida, en los Estados Unidos, como Investment Banking y, en el Reino Unido, como Merchant Banking, se iniciaron en la primera mitad del Siglo XX. No obstante, es en la segunda mitad de la década de los 60 y principalmente en la década de los 80, cuando estas actividades adquieren realmente importancia.

El empuje inicial para la formación de los primeros bancos de inversión en los Estados Unidos, se dio en 1933, año en que se prohibió a los bancos suscribir acciones de corporaciones y comprar ciertos tipos de bonos de emisores privados y estatales. La actividad de suscribir y colocar aquellos instrumentos financieros que estaban vedados para los bancos comerciales, fue precisamente la tarea más importante desempeñada por los primeros bancos de inversiones.

A fines de la década de los 60 y comienzos de la década siguiente, el mercado de

capitales norteamericano experimentó grandes cambios, al mismo tiempo que tuvo que fortalecerse para hacer frente a los efectos negativos de crisis económicas y financieras. Estas alteraciones obligaron a las entidades del mercado de capitales a ser más ágiles y más dinámicas, empezando a crecer progresivamente el número y tamaño de los bancos de inversiones y a ampliarse la gama de servicios ofrecidos.

2.- ¿Qué hace un banco de inversiones?

Como se señaló anteriormente, estas instituciones no constituyen bancos como los que se conocen en Chile. Las actividades que los diferencian se asemejan mucho a las que realizan los agentes de valores y otros consejeros financieros. Por otro lado, estas instituciones no captan fondos en cuentas corrientes y no reciben depósitos del público y, cuando otorgan préstamos, generalmente lo hacen contra la adquisición de documentos transables que pueden decidir mantener en sus carteras de inversiones o bien venderlos a terceros.

Los bancos de inversiones son, en primer lugar, el principal medio para introducir nuevos instrumentos financieros en el mercado. Se constituyen, además, en agentes que reúnen fondos para empresas, bancos comerciales, Estados o países que necesitan financiar grandes adquisiciones, el desarrollo de nuevos proyectos o, simplemente, la recompra de instrumentos financieros a su vencimiento.

Al realizar estas operaciones de financiamiento, el banco de inversiones puede comprar para sí los títulos emitidos por el acreedor; puede arreglar la operación de compraventa, contactando a uno o más inversionistas institucionales, o puede actuar como el líder de un grupo de bancos de inversión que aportarán los fondos.

De este modo, los bancos de inversión cumplen la función de ser agentes intermediadores del mercado primario para instrumentos financieros que pueden variar desde acciones de una sociedad anónima hasta bonos emitidos por un gobierno extranjero.

Para realizar esta función, un agente financiero debe reunir cuatro habilidades fundamentales:

Capacidad técnica para aconsejar al cliente sobre el tipo de instrumentos a emitir y la estructura de capital que se deberá conformar. Esto significa que deberá conocer al cliente, sus necesidades y el ámbito en que se desenvuelve;

Habilidad para investigar las posibilidades que tiene cada instrumento en el mercado. Tiene, entonces, que conocer las necesidades y preferencias de los compradores potenciales. De be, además, conocer todos los instrumentos que se están utilizando para obtener financiamiento.

Habilidad para hacer todos los trámites que requiere una emisión de instrumentos financieros: inscripciones, autorizaciones, publicaciones y entrega de información al público. Debe también entregar informes a las empresas que realizan clasificaciones de

instrumentos.

Habilidad y poder para colocar los instrumentos financieros en el mercado. Tiene que contar con los contactos necesarios y, lo más importante, debe tener un nombre y prestigio que den confianza a quienes pretendan formar un sindicato o a quienes les interese comprar los instrumentos directamente. También ello implica que deberá tener poder negociador frente a grandes inversionistas y frente a otros bancos.

Como una labor distinta, pero de la misma naturaleza que la anterior, a los bancos de inversión, les cabe la facultad de utilizar sus canales de distribución y su conocimiento del mercado para colocar bloques de instrumentos que ya estén circulando en el mercado. Es así como los bancos de inversión se transforman en partícipes e intermediarios del mercado secundario de instrumentos financieros. Por ejemplo, si hay una corporación que desea vender su participación accionaria de, por ejemplo, el 20% en una gran compañía, puede recurrir a un banco de inversiones, para que éste llame a licitación o contacte a uno o más inversionistas institucionales que pueden estar interesados en la compra de sus acciones. También puede ocurrir que el banco de inversiones prefiera tomar posición y opte por comprar las acciones al cliente para su propia cartera. En los mercados secundarios, los bancos de inversiones también actúan como corredores en las bolsas de valores.

Una tercera función del banco de inversiones es la de asesorar a las empresas en el diseño de una estructura de capital apropiada. Si una empresa necesita recursos tendrá que decidir entre financiarse con deuda o con capital. Si ha de financiarse con capital, podrá emitir acciones comunes o acciones preferentes. Si decide financiarse con deuda, podrá elegir entre bonos simples o convertibles, bonos descontables o bonos con cupones, bonos redimibles o bonos con vencimiento único, etc. Además, al emitir títulos de deuda deberá negociar todas las cláusulas y restricciones a que la emisión quedará sujeta, lo que también tendrá incidencia sobre la estructura de capital de la empresa que los emite. Los bancos de inversiones no sólo asesoran a las empresas que necesitan recursos adicionales, sino también a las empresas que desean reestructurar sus pasivos. Así, por ejemplo, pueden arreglar una recompra de bonos o una emisión de acciones comunes, el ejercicio de warrants, la recompra de deuda o la conformación de cualquier otra figura similar imaginable. Esta función exige una gran especialización, sobre todo en lo que guarda relación con el conocimiento de las empresas que demandan fondos y de los títulos que se transan en el mercado.

Una cuarta función que ha venido cobrando especial relevancia en los últimos años, es proveer asesoría en materia de fusiones y adquisiciones de empresas. A partir de 1981, se inició en los Estados Unidos un proceso caracterizado por fusiones y adquisiciones de dimensiones nunca antes vistas. A título ilustrativo, cabe señalar la absorción de CONOCO por parte de E.I. Dupont de Nemours, la compra de Marathon Oil por la U.S. Steel y las fusiones de Allied con Bendix y de Chevron con Gulf Oil, operaciones que involucraron el movimiento de varios millones de dólares, habiendo requerido cada una de ellas una detallada planificación y una complicada negociación, fuera de demandar la formación de un sindicato de bancos, capaz de reunir los fondos, a veces, en cuestión de horas.

Todos los bancos de inversiones de alguna significación, cuentan actualmente con departamentos especializados dedicados exclusivamente a adquisiciones y fusiones.

Una quinta área de acción de los bancos de inversiones consiste en prestar servicios en operaciones transnacionales, siendo capaces de arreglar préstamos entre entidades de distintos países, materializar préstamos a gobiernos y asesorar a estos últimos en la estructuración de sus deudas externas, así como en la inversión de sus reservas. Están capacitados, además, para ofrecer paquetes de créditos expresados en canastas de monedas y en realizar operaciones “swaps” por cuenta de clientes, ajustando los niveles de riesgo-país o de riesgo-moneda, de acuerdo con las particulares preferencias de sus clientes.

Otro servicio que ofrecen los bancos de inversiones, es la administración de inversiones de terceros, los que pueden ser personas, empresas, fondos de pensiones, fundaciones o instituciones de beneficencia. Esta función es idéntica a la que cumplen los departamentos de comisiones de confianza de los bancos comerciales.

Estas instituciones cuentan, por lo general, con un departamento de análisis de instrumentos financieros, especialmente de acciones, estando a cargo de un grupo de analistas que están al tanto de lo que ocurre en cada estamento del mercado de valores y en cada empresa que transa en el mismo, lo que los hace aptos para emitir opiniones y hacer recomendaciones a sus clientes.

Por último, los bancos de inversiones participan directamente en la propiedad de proyectos de inversión y empresas, utilizando sus propios recursos para mantener un portafolio de acciones y bonos, los cuales administran en forma muy activa.

Para solventar las inversiones que se opta por mantener en cartera, los bancos de inversión, fuera de utilizar recursos propios, recurren a fondos de deuda bancaria contraída directamente o por ellos.

3.- El proceso de colocación de instrumentos financieros

Cuando un emisor necesita colocar una nueva serie de instrumentos financieros, los cuales pueden ser instrumentos de comercio, bonos o acciones, puede recurrir a un banco de inversiones para que actúe como líder en la colocación atingente. Alternativamente, puede licitar el derecho a actuar como líder entre diversos bancos de inversiones.

El líder debe reunir un conjunto de bancos de inversiones, conformando con ellos a un grupo comprador y/o a un grupo vendedor, según proceda. Los compradores suscriben parte de los documentos directamente, ya sea para mantenerlos en cartera o para venderlos. Los vendedores no toman posición respecto al instrumento transado, sino que se consagran a la tarea de contactar a compradores potenciales y arreglar el contrato de compraventa correspondiente entre éstos y el emisor, cobrando por este concepto una

comisión de venta. En otros términos, los que actúan sólo como vendedores son intermediarios netos que no asumen riesgos. Los compradores, en cambio, asumen riesgos al comprometerse a comprar parte de los instrumentos emitidos.

La nueva emisión puede ser suscrita o adquirida completamente por el banco líder o por el grupo de bancos compradores. En este caso, el emisor recibirá un precio que debe considerar un descuento, el cual es el “spread” recibido por los agentes intermediadores. Luego, estos compradores ofrecerán estos títulos al público, pudiendo optar por mantener parte de ellos en su propio portafolio de inversiones. Una vez suscritas las acciones, todo el riesgo de precio se transfiere desde el emisor a los bancos de inversiones.

Existen básicamente tres tipos de contratos que pueden ser firmados entre los bancos de inversión y los emisores de los títulos. Ellos reciben los nombres de compromiso en firme, compromiso stand by y compromiso al mejor esfuerzo. En el primero, el banco de inversiones o el sindicato de bancos se compromete a suscribir y comprar toda la emisión. En el segundo, los bancos se comprometen a comprar una parte de los títulos emitidos, en el caso de que el público no compre toda la emisión. En el tercero, se comprometen a hacer el máximo esfuerzo por colocar los instrumentos en el mercado, pero sin comprometerse a comprar nada con sus propios recursos. En este último caso, los bancos de inversiones actúan sólo como grupo vendedor, asumiendo el emisor todo el riesgo de precio, una vez que se anunció la emisión.

Los servicios que prestan los bancos de inversiones en la colocación de instrumentos de inversión, pueden ser pagados de varias formas. Recibir, por ejemplo, un pago directo por los servicios prestados, recibir títulos a un precio menor que el precio de mercado, recibir acciones de la corporación emisora, recibir “warrants” de dicha corporación o simplemente recibir una comisión fija por título vendido.

4.- Supervisión de los bancos de inversiones

Dado que los bancos de inversiones no son bancos propiamente tales, quedan fuera del área de los agentes supervisores de la banca de los Estados Unidos (FDI, OCC y Federal Reserve System). Sin embargo, bajo la supervisión de estos organismos, quedan algunas actividades de la banca de inversiones, cuando ellas son realizadas por subsidiarias de algún “holding” bancario.

De las funciones mencionadas anteriormente, muchas son realizadas simultáneamente por bancos de inversiones y por bancos comerciales. Así, por ejemplo, las funciones de administración de portafolios, las asesorías financieras y los liderazgos en los préstamos sindicados son también realizados por los bancos comerciales. La mayoría de los grandes holdings bancarios tiene una subsidiaria dedicada exclusivamente a funciones que son realizadas también por los bancos de inversiones, excluyendo, eso sí, las tareas que la ley expresamente les prohíbe, como, por ejemplo, la suscripción de acciones de sociedades anónimas.

Las entidades constituidas como bancos de inversiones en los Estados Unidos, están

bajo la fiscalización del Security Exchange Commission (SEC), agencia federal que vela por el respeto de las leyes inherentes al mercado de valores.

En este esquema, los bancos de inversiones son agentes intermediadores mucho más libres que los bancos comerciales. Los bancos de inversiones, en principio, no pueden captar fondos directamente del público, puesto que esto se les permite a los bancos, a las instituciones de ahorro y préstamo y a otros agentes bancarios. Empero, muchos bancos de inversiones captan recursos financieros a través de fondos mutuos que ellos administran, lo cual, por supuesto, está perfectamente dentro del marco legal, pues, en esencia, un fondo mutuo es algo muy diferente a un banco. Paralelamente, se han ido agregando otros servicios financieros a estas sociedades de fondos mutuos, dando forma a lo que en Estados Unidos se llaman “los bancos no bancarios”. De esta forma, los bancos de inversión se han ido transformando progresivamente en competidores importantes para los bancos comerciales. Cabe consignar, sin embargo, que la función más importante para los bancos de inversión, continúa siendo la intermediación de fondos en el mercado mayorista, siendo sólo unos pocos los que han entrado al negocio de los “bancos no bancarios”.

5.- Restricciones aplicadas en EE.UU. a la participación de la banca comercial en actividades que son propias de la banca de inversiones

En 1933, la Glass-Steagall Act fue promulgada por el Congreso estadounidense, creándose una barrera legislativa entre las bancas comercial y de inversiones. Esta acta prohibió a los bancos de inversiones aceptar depósitos y a la banca comercial participar en operaciones de underwriting y en el comercio de títulos de deuda y acciones, salvo en lo relativo a la emisión de obligaciones generales de carácter estatal y municipal.

Sin embargo, en las últimas décadas, tanto la banca comercial como de inversiones, han intentado burlar las restricciones impuestas por la Glass-Steagall Act, llegando ambas bancas a ofrecer servicios muy similares. Cada vez más corrientemente, la banca comercial ha estado actuando como agente para colocar títulos-valores privados y hacer operaciones de underwriting para colocar bonos de rentas municipales.

La Financial Institutions Restructuring Act de 1981 autorizó a la banca comercial para hacer operaciones de underwriting y transacciones de todos los tipos de bonos de rentas municipales y ofrecer fondos en los mercados de dinero.

El Tesoro propuso una enmienda (la Holding Company Deregulation Act de 1982), a fin de que a los bancos comerciales y a las compañías de los holding bancarios les fuera permitido realizar tales operaciones a través de subsidiarias de valores no bancarias.

Hay dos maneras de colocar ofertas de valores entre el público. Una consiste en vender los valores a los underwriters, quienes los revenden, con el correspondiente beneficio, a uno o más inversionistas. La otra consiste en que la empresa emisora vende

directamente los valores a los inversionistas, contando o sin contar con la ayuda de intermediarios. La colocación privada de deuda de largo plazo y de acciones comenzó en la década de los 30 y alcanzó su pináculo a mediados de la década de los 60, cuando cerca de los dos tercios de los bonos corporativos fueron colocados en forma directa. La importancia relativa de esta modalidad se estabilizó en la década de los 70, alcanzando las colocaciones directas a cerca del 30% de las operaciones totales del mercado de capitales. Generalmente, las compañías más pequeñas, pero financieramente sólidas, prefieren la colocación privada de sus emisiones. La mayor importancia relativa de las operaciones de underwriting sobre la colocación privada se explica por los mayores beneficios que tienen los inversionistas con la primera alternativa, invirtiéndose esta situación con la segunda alternativa, donde las empresas emisoras resultan ser las más favorecidas

Hay varias ventajas de costos asociadas a las colocaciones privadas, una de ellas estriba en que las comisiones cobradas por los agentes son sustancialmente más bajas que las cobradas por los underwriters. Otra ventaja radica en que se pueden eludir las regulaciones gubernamentales, las que tienden a incrementar el costo y el tiempo involucrados en un aumento de capital. Existe, finalmente, una tercer ventaja que guarda relación con la mantención de la confidencialidad de las empresas sobre áreas estratégicas de información. En una oferta pública, el SEC exige el pago de derechos de registro y el uso de un contrato estandarizado. Esto último reduce la flexibilidad de emisores e inversionistas en la negociación de un contrato y generalmente extiende el plazo para materializar una emisión. Por contraste, en una colocación privada, un contrato no estándar puede ser negociado con un pacto de protección para salvaguardar a los inversionistas y simultáneamente defender a la empresa demandante de recursos financieros de verse expuesta a un sobrecosto. Además, las tareas de registro pueden agregar meses al calendario requerido para materializar una oferta pública. En los mercados de hoy, los cuales se caracterizan por una gran volatilidad de las tasas de interés, la velocidad de operación es un factor de costos crítico.

En EE.UU., el 70% de todas las colocaciones privadas están asistidas por agentes, ayudando a los demandantes de fondos a determinar el volumen y el tiempo de colocación de la emisión y a darles asistencia en la preparación de la información necesaria y en las negociaciones. Los bancos de inversiones manejan cerca del 96% de las colocaciones privadas asistidas por agentes, siendo responsables los bancos comerciales del 4% restante.

Dos argumentos han sido esgrimidos por los que se oponen a la participación de los bancos comerciales en el mercado de las colocaciones privadas. Uno guarda relación con conflictos de intereses, en tanto que el otro se refiere a la necesidad de cautelar la seguridad y el uso de prácticas sanas por parte de la banca.

Los conflictos de intereses se refieren al rol dual de los bancos que los lleva a actuar como agentes en las colocaciones privadas y como administradores de inversiones a través de sus departamentos de negocios. Se arguye que un banco podría asegurar una exitosa colocación a través del expediente de interrelacionar la venta de una emisión con la clientela de su departamento de negocios. Entonces, el banco podría verse tentado a no cautelar los mejores intereses de sus clientes de negocios, colocándoles valores de

baja calidad en sus cuentas de inversiones con violación flagrante de su responsabilidad fiduciaria. Las evidencias disponibles indican que es muy difícil que llegue a consumarse un abuso de esta índole, ya que los departamentos de negocios son muy cuidadosos en resguardar los intereses de sus clientes y los bancos comerciales están sujetos a la prohibición de hacer transacciones entre sus departamentos de negocios y sus unidades colocadoras de emisiones.

Otra posible área de conflicto de intereses se refiere al rol dual de un banco comercial como agente y como prestamista. Ha sido sugerido que un banco podría otorgar un crédito a una compañía cliente a la que se ha recomendado hacer una emisión para ser colocada en forma privada y la cual ha tropezado con dificultades para financiar las obligaciones financieras demandadas por el contrato de colocación. El banco arriesgaría, de este modo, su posición financiera en forma innecesaria y podría arrastrar a similar posición de riesgo a la firma colocadora de la emisión.

De manera análoga, un banco podría arreglar una colocación privada con una empresa determinada para generar fondos para repagar un crédito en peligro de mora. En 1967, la Federal Reserve en un informe especial señaló que sólo el 6% de las colocaciones asistidas por los bancos, correspondían a clientes que utilizaban este procedimiento para pagar créditos a sus bancos asistentes. Sin embargo, no hay evidencias claras de que esos créditos estuviesen en un peligro real de caer en mora y, además, no sería esperable que los potenciales inversionistas tuvieran interés en comprar emisiones de firmas en riesgo de caer en mora frente a sus bancos acreedores.

En suma, los riesgos de conflictos de intereses existen, pero son muy bajos, no pudiendo ser eliminados radicalmente, pero obrando la regulación y la supervisión como adecuados disuasivos para erradicar los abusos. Además, tales conflictos no son atribuibles sólo a la banca comercial, ya que las firmas no bancarias también suelen hacer incursiones en los mercados tradicionales de la banca comercial.

Las colocaciones privadas tampoco parecen representar un riesgo significativo para la operación segura y sana de un banco, ya que, en este caso, el banco actúa como agente y no como underwriter o dealer.

CAPITULO VI EL CONTRATO DE UNDERWRITING

La realidad económica de nuestro tiempo nos muestra que las empresas sólo pueden mantener un grado constante de expansión y de desarrollo tecnológico y de gestión, en la medida que cuenten con un flujo permanente de recursos financieros.

Las empresas para financiar sus necesidades de inversión tienen como opciones, las de recurrir a la reinversión de recursos propios (autofinanciamiento), a la materialización de nuevos aportes de capital por parte de los socios existentes o que provengan de nuevos socios, a la obtención de préstamos en el sistema bancario o a través de proveedores y a la suscripción de contratos de leasing. Todas estas opciones son, sin embargo, muy limitadas, ya que no siempre los socios tienen recursos financieros excedentarios que aportar y no es tarea fácil conseguir nuevos socios. Tampoco es dable obtener recursos por la vía crediticia o del leasing en forma ilimitada, ya que siempre habrá que mantener un cierto equilibrio entre recursos propios y ajenos para no incurrir en un excesivo endeudamiento.

Lo más probable, entonces, es que las necesidades de capital de inversión vayan más allá de esas opciones, siendo necesario recurrir al mercado de capitales para mejorar las posibilidades de financiamiento.

El mercado de capitales no es otra cosa que el conjunto de mercados, formales o informales, conformado por instituciones e instrumentos de financiación e inversión, donde tiende a optimizarse la transferencia de recursos financieros desde aquellos

agentes que tienen excedentes hacia aquéllos que presentan una situación deficitaria, de modo que se cubran las necesidades financieras de estos últimos y que los primeros obtengan algún beneficio que les resulte atractivo.

El universo de lo que suele llamarse mercado financiero, está conformado por el mercado de dinero y el mercado de capitales propiamente tal. El mercado de dinero es aquél al cual fluyen las disponibilidades transitorias de recursos financieros en poder de la comunidad, las que se canalizan a través de las instituciones específicas que caracterizan a ese mercado, siendo los bancos comerciales las más importantes. El destino habitual de los recursos captados en este mercado es el financiamiento del capital de giro de las empresas y de las necesidades de consumo de la comunidad, todo lo cual se materializa a través de operaciones de corto plazo.

El mercado de capitales, por el contrario, es aquél al cual convergen los ahorros del público, entendiéndose por tales los excedentes que surgen de restar las necesidades de consumo de la comunidad de los ingresos correspondientes, considerándose también como ahorro todo ingreso disponible destinado a financiar consumos diferidos en el tiempo, mientras éstos no se hagan efectivos (ahorro). Los recursos captados por el mercado de capitales se orientan hacia inversiones a mediano y largo plazo, permitiendo el financiamiento de proyectos de inversión del Estado (obras de infraestructura, construcción de viviendas básicas, etc.) y la adquisición o la renovación de activos fijos, pero también el financiamiento de capital de explotación a mediano plazo, cuando éste, por razones bien específicas, haya alcanzado dimensiones transitorias que comprometan la liquidez y estabilidad financiera de una empresa determinada.

Un sector muy importante del mercado de capitales lo constituye el mercado de valores, en el cual la intermediación entre la oferta y la demanda de recursos financieros, opera a través del tráfico de títulos-valores.

Anteriormente, nos referimos en detalle a la forma cómo está conformado el mercado de valores, siendo conveniente reiterar que dicho mercado es susceptible de ser subdividido en:

Mercado primario, cuya finalidad principal es la captación de recursos financieros para su capitalización a través de la colocación de títulos recién emitidos por las empresas (títulos de primera emisión).

Mercado secundario, el cual apunta a la transferencia de activos existentes o a la transacción de títulos ya en circulación.

El contrato de underwriting es un instrumento jurídico que opera dentro del mercado de capitales que permite que se canalicen recursos financieros hacia una empresa a través del expediente de la suscripción por parte de terceros interesados de los títulos-valores emitidos por esa empresa.

1.- El underwriting y la coyuntura económica-financiera del país

Se capta fácilmente en el ambiente que el underwriting no ha sido de utilización frecuente en el país, ocurriendo algo muy similar en todo el mundo en desarrollo, siendo válido afirmar que, para que esta práctica se difunda, es necesario crear las condiciones estructurales para el efecto, las cuales parten con la adopción de políticas de apertura hacia el exterior, puesto que esta es la única forma que tienen los países pequeños de llegar a contar con un mercado de capitales que tenga un grado de desarrollo satisfactorio. En los capítulos precedentes, nos hemos extendido largamente sobre los planes que está implementando el Gobierno para conseguir este objetivo y otros que guardan relación con la elevación del nivel de confianza del inversionista nacional y extranjero por celebrar este tipo de operaciones.

Lo anterior no representa ninguna novedad, por cuanto el desarrollo económico de un país para llegar a ser creciente y sostenido, depende muy estrechamente de la existencia de un mercado de capitales constituido por instituciones sólidas y donde se transen instrumentos idóneos.

Es conveniente señalar, por último, que la negociación de títulos-valores, ya sea emitidos por el Estado o por empresas privadas, se perfecciona notablemente cuando se realiza dentro de un entorno institucionalizado.

El mercado de capitales y la práctica del underwriting tienden a apoyarse en forma recíproca, cuando el primero ha alcanzado su fase de madurez, ya que dicha práctica presenta las siguientes ventajas:

Facilita el conocimiento en el mercado de los productos financieros emergentes.

Estimula la distribución amplia y masiva de los títulos valores.

Ofrece un servicio especializado, eficiente y al más bajo costo.

El emisor obtiene rápidamente la liquidez que requiere para sus proyectos y se evita los trámites de venta que involucra ordinariamente una emisión.

Se conforma una base importante para la formación del mercado secundario.

Se establece una amplia red de distribución de valores.

Contribuye al desarrollo del mercado de capitales.

2.- Conceptos generales sobre el underwriting y los beneficios recíprocos obtenidos por el emisor y el prefinanciador

Desde un punto de vista jurídico se puede señalar que el underwriting es la convención consensual, bilateral, onerosa y atípica celebrada entre una entidad emisora y un banco de inversión, compañía financiera o banco comercial, que guarda relación con una emisión masiva de valores mobiliarios y su posterior colocación en el mercado, de lo cual se deriva un compromiso variable entre las partes, orientado a asegurar su cobertura

parcial o total.

El underwriting es un contrato celebrado entre una sociedad comercial y una entidad autorizada para este fin que tiene la singularidad adicional de que por su intermedio se puede obligar a esta última a prefinanciar la colocación de los títulos-valores de la primera en el mercado, se adquiera o no el compromiso de efectuar esta operación en firme.

Las ventajas recíprocas que se derivan de esta forma de operar, se pueden resumir en los puntos siguientes:

La compañía emisora tiene el beneficio de lograr un aporte de capital inmediato, objetivo difícil de alcanzar si optara por utilizar como alternativa la de recurrir a sus propios accionistas o a nuevos accionistas. Además, adquiere una mayor experiencia en cuanto a la colocación de títulos en el mercado y un mayor contacto con inversionistas potenciales.

La entidad financiera recibe como beneficio, el margen resultante de restar el valor de suscripción del precio obtenido de la venta de las acciones suscritas.

Es conveniente puntualizar, no obstante, que el underwriting no se limita al prefinanciamiento de las emisiones de títulos-valores, sino que comprende una serie de otros servicios complementarios, tales como asesoramiento, estudio, emisión de informes, etc., de modo de asegurar el buen éxito del negocio.

3.- Descripción de las operaciones de underwriting

Cuando una sociedad anónima está necesitada de capital, es muy probable que su Directorio llegue rápidamente a la conclusión de que sus accionistas no están dispuestos a suscribir el total de la emisión requerida, siendo necesario optar por ofrecer sus títulos a terceros.

Dicha oferta podrá ser formulada públicamente, en cuyo caso se deberá sujetar a las regulaciones vigentes sobre la materia, o también en forma privada, existiendo una tercera alternativa consistente en recurrir a una entidad financiera que realice operaciones de underwriting. Esta entidad, entonces, entrará a adquirir parte o la totalidad de las acciones emitidas, pero no con el propósito de mantener su dominio por tiempo ilimitado, sino con la mira de enajenarlas tan pronto como lo permita la capacidad de absorción de esos valores por parte del mercado.

En mérito de lo anterior, se deduce que el underwriter no es una entidad cuya finalidad específica sea invertir su capital en acciones de otras sociedades, como ocurre con las sociedades holding y las de inversión, sino que su interés real está en desprenderse, en el menor tiempo y en las mejores condiciones posibles, de la cartera de valores adquirida a través de las operaciones de underwriting celebradas.

El rol fundamental del underwriter, reiteramos, es el de prefinanciador, es decir, el de anticipar capital a las sociedades emisoras, siendo su propósito transferir rápidamente la propiedad de los títulos atingentes a terceros.

La entidad financiadora, llámese banco de inversiones, compañía financiera, consorcio colocador, etc., no opera sólo con su capital propio, sino también con los recursos captados entre terceros, no escapándosele a nadie que sólo financiará una emisión siempre y cuando llegue a la conclusión, luego de un análisis del historial, de la situación actual y de las posibilidades de desarrollo de la eventual compañía emisora, que los títulos a prefinanciar están destinados a valorizarse en relación con su precio de colocación original.

Haciendo una especie de cronograma, el underwriting se caracteriza por tres fases bien diferenciadas, a saber:

La realización de los estudios inherentes a la situación económico-financiera de la empresa y del entorno y las perspectivas de rentabilidad que podría rendir una nueva emisión accionaria de un potencial cliente.

La suscripción del convenio mediante el cual la entidad financiera se obliga a prefinanciar la emisión de títulos de su cliente, determinándose con claridad la modalidad, el plazo, el costo, etc. de la prefinanciación. Firmado dicho convenio, la compañía emisora deberá sortear todas las vallas legales y estatutarias, a objeto de hacer el aumento de capital y la emisión respectivos, lo que constituye el requisito por excelencia para que el underwriter se incline por otorgar su financiamiento.

c) La colocación en el mercado de las acciones prefinanciadas.

4.- Características estructurales y funcionales de un contrato de underwriting

Un contrato de underwriting se caracteriza por ser:

Bilateral, es decir, tiene carácter sinalagmático o, lo que es igual, genera obligaciones recíprocas entre las partes involucradas en el contrato.

Consensual, lo que significa que se perfecciona por el mero consentimiento de las partes, o sea, en el mismo acto en que se ponen de acuerdo las voluntades de los contratantes (underwriter y empresa emisora).

Oneroso por el hecho de celebrarse entre una entidad financiera y una sociedad comercial, lo que descarta toda posibilidad de gratuidad, quedando claro, además, que los beneficios que obtengan una y otra serán producto de las prestaciones que se obliguen a cumplir la una respecto de la otra y viceversa.

No formal, indicando con ello que no existe norma alguna que exija formalidades predeterminadas para la celebración de un contrato de esta índole. Es obvio que su complejidad y un elemental sentido práctico y de prudencia, imponen la conveniencia de materializarlo por escrito, con lo cual no sólo se asegura la prueba de los derechos y obligaciones contraídos, sino que, además, se afianza su cumplimiento. Sin embargo, los pasos a dar por la empresa que pretende la prefinanciación de la emisión de sus

acciones por parte de un underwriter, deberán ajustarse a una serie de exigencias formales, teniendo presente que, tanto el procedimiento de aumento de capital y de emisión de acciones como los de suscripción y pago de las mismas, están puntillosamente regulados.

Innominado, ya que el contrato de underwriting no está definido generalmente por el ordenamiento jurídico de los países que han hecho viable este tipo de contrato. En Chile, sin embargo, a partir de 1997, existe una legislación que regula la participación de los bancos comerciales en el área del underwriting.

Financiero, puesto que involucra una técnica bancaria de financiamiento empresarial. El costo financiero de este tipo de operaciones está definido por el monto de la inversión que el underwriter está dispuesto a prefinanciar, el plazo de recuperación de este monto y el margen de sobreprecio (spread) que se obtenga por concepto de la diferencia entre el valor de venta de las acciones y el valor nominal o de suscripción de las mismas.

Apto para ser aplicado a la canalización de recursos financieros, pues requiere la intervención de una entidad financiera especializada para facilitar la transferencia de capitales desde los oferentes hacia los demandantes, promoviendo la capitalización, el desarrollo y la expansión de las empresas, lo que redundará en beneficio de la economía global de un país.

Asociable a la contratación de servicios, ya que, si bien el financiamiento constituye algo esencial, su implementación que implica el empleo de una técnica operatoria compleja, demanda la prestación de una gama muy variada de servicios diferentes (estudios previos de solvencia, estudios de mercado, estudio de alternativas tecnológicas, análisis de las estructuras de costos, análisis de aspectos regionales, estudios del comportamiento del mercado de valores, etc.) que atañen a la esencia del contrato, ya que tienden a visualizar las condiciones de operación de una empresa dentro de su entorno y a mejorar, por lo tanto, los términos de negociación para ambas partes.

En el Capítulo VII, intitulado “Naturaleza Jurídica de los Diversos Tipos de Contratos de Underwriting”, volveremos sobre el tema.

5.- Clases de underwriting

La práctica internacional muestra varias modalidades de underwriting que con ligeros matices diferenciales resultan ser virtualmente las mismas en todos los grandes mercados de capitales del mundo, a saber:

El underwriting en firme.-

Bajo esta modalidad, el underwriter que suministra los fondos se convierte en accionista de la sociedad emisora por la totalidad o por parte de las acciones prefinanciadas, pudiendo revestir dos variantes:

La adquisición en firme directa, en la que se transforma la entidad financiera, desde el principio, en dueña del total del paquete accionario emitido.

La adquisición en firme indirecta, la cual consiste en que, transcurrido un plazo determinado, el underwriter pasa a ser dueño de las acciones que no hayan podido ser colocadas en el mercado.

No escapará al observador menos avisado que la modalidad en firme será atrayente para las compañías prefinanciadoras, sólo si las empresas emisoras cuentan con productos de rápida colocación que se caractericen por poseer un gran prestigio en plaza.

El underwriting no en firme o sujeto a mera intermediación.-

En este caso el underwriter adelanta los fondos pertinentes, pero a título de préstamo, asumiendo la obligación de tratar de colocar las acciones emitidas dentro de un plazo determinado.

Bajo esta modalidad, el único riesgo corrido por la entidad financiera se deriva de su calidad de prestamista.

Aquí se configuran dos figuras contractuales diferentes que guardan relación la primera con el prefinanciamiento de una suscripción de acciones, adoptando este prefinanciamiento el carácter de un mutuo mercantil. En cuanto a la segunda, el underwriter está obligado a asumir el carácter de mandatario, con o sin representación, debiendo contar para el efecto con facultades suficientes para celebrar los contratos de suscripción con las personas que así lo deseen. Técnicamente hablando, se trataría de un caso típico de mandato en que el mandante y el mandatario se obligan recíprocamente, lo que es válido al tenor de lo dispuesto por nuestro derecho positivo. En el caso que nos ocupa, el underwriter recupera el importe del crédito otorgado a la sociedad, cuya emisión accionaria ha prefinanciado, por medio de los fondos recibidos por concepto del precio resultante de la colocación de las acciones en el mercado, hecha a través de su intermediación.

Ahora, cabe preguntarse qué compañías podrían beneficiarse con esta modalidad de underwriting. En estricto rigor, suelen recurrir a esta modalidad las sociedades que no cuentan con un acceso fluido al mercado para colocar sus títulos. De este modo, fuera de la ventaja que involucra que una entidad solvente prefinancie su aumento de capital, un underwriter prestigioso será una prenda de garantía para una sociedad emisora de que sus títulos tendrán una alta probabilidad de ser colocados.

El underwriting con compromiso exclusivo de colocación.-

Finalmente, puede ocurrir que la entidad financiera se comprometa solamente a colocar los títulos valores emitidos, con o sin precio determinado, en función del cobro de una comisión, la cual comprenderá no sólo los gastos propios de la colocación, sino también los gastos de administración, publicidad, etc.

En esta alternativa, la actividad del underwriter queda limitada a la de un simple corredor o agente colocador que contribuye a la materialización de un negocio jurídicamente perfeccionable a través de la celebración de contratos de suscripción de los títulos emitidos.

Para algunos especialistas en el tema, esta modalidad no configuraría propiamente una forma de underwriting, por cuanto aquí no existiría ningún tipo de financiamiento.

Finalmente, para otros especialistas, existiría la modalidad de underwriting con garantía, el cual podría identificarse como una forma de underwriting en firme “indirecto”, pero sin prefinanciamiento. Bajo esta modalidad, la entidad financiera que actúa como prefinanciadora de la emisión, se obliga a suscribir el remanente de las acciones no suscritas, pero sólo una vez que ha vencido el plazo acordado para la oferta de suscripción de acciones emitidas por la compañía emisora y se han cumplido los plazos para que lo hagan los accionistas de la misma o terceros.

6.- Normativa chilena

La intermediación, por cuenta propia o ajena, de dinero o de créditos representados por valores mobiliarios, efectos de comercio o cualquier otro título de crédito, como asimismo la simple captación de fondos del público o la oferta pública de títulos de crédito, se encuentran reguladas por la Ley General de Bancos y por la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores. Estas leyes prohíben ejercer esas actividades a personas naturales o jurídicas no autorizadas por la ley.

El concepto de captación tiene una acepción amplia en la legislación vigente, ya que cubre todas las operaciones a la vista o a plazo que involucran recibir dinero del público, sea como depósito, mutuo, participación, cesión o transferencia de efectos de comercio o en cualquiera otra forma. Así, por ejemplo, constituyen captaciones los depósitos en cuentas corrientes bancarias o en cuentas de ahorro, los depósitos a la vista y a plazo en general, la emisión y colocación en el mercado de bonos o letras de crédito y las ventas de títulos de crédito con pacto de retrocompra.

El N° 1 del artículo 35 de la Ley Orgánica del Banco Central lo faculta para dictar las normas y condiciones a que deben sujetarse las captaciones de fondos del público que pueden realizar los bancos e instituciones financieras, como asimismo las cooperativas de ahorro y crédito.

En lo tocante a la oferta pública de valores de terceros que los bancos y sociedades financieras pueden efectuar por cuenta propia o ajena, al amparo de lo dispuesto por los N° 20 y N° 25 de la Ley General de Bancos, las entidades financieras quedan sujetas a las disposiciones establecidas en la Ley

N° 18.045 para los agentes de valores, materia que se trata, en parte, en el Título V del Capítulo 2-1, el cual lleva el nombre de “Operaciones por Cuenta de Terceros” y, en parte, en el Capítulo 10-2 que, a su vez, se denomina “Colocación de Acciones de Primera Emisión por Cuenta de Terceros”.

Las normativas atinentes a la intermediación de títulos de renta fija dentro de los mercados primario y secundario y a la intermediación de acciones dentro del mercado secundario vienen incluidas dentro del Capítulo 2-1 de la Recopilación Actualizada de Normas aplicables a Bancos e Instituciones Financieras que lleva la Superintendencia del sector, el cual se refiere, en general, a las funciones de captación e intermediación que son propias de estas entidades. A pesar de que la transacción de valores del mercado

secundario no corresponde a transacciones propias de operaciones de underwriting, éstos se incluyen, por cuanto el mercado secundario es la vía que tienen los bancos para deshacerse de acciones y bonos correspondientes a operaciones con colocación garantizada, donde no haya sido posible colocar el total de la emisión.

La normativa referente a la colocación de acciones de primera emisión por cuenta de terceros viene tratada en el Capítulo 10-2 de la misma recopilación de normas.

A) Capítulo 2-1 .-

En la Sección V, intitulada “Operaciones por Cuenta de Terceros”, se explicita que el artículo 25 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores dispone que los bancos e instituciones financieras localizados en el país, no están obligados a inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores para efectuar las funciones de intermediación que la Ley de Bancos los faculta a realizar.

No obstante, según el mismo artículo, los bancos e instituciones financieras están sujetos a todas las otras disposiciones de la Ley 18.045 en lo tocante a sus actividades de intermediación de valores.

Por otra parte, en conformidad a lo dispuesto por el artículo 88 de la Ley General de Bancos, las referidas entidades financieras pueden comprar o vender acciones, bonos y demás valores mobiliarios, percibir dividendos e intereses y representar a los dueños de acciones, bonos y otros valores mobiliarios en la percepción de los mismos, como asimismo efectuar la cobranza de créditos o documentos, sin que estas operaciones tengan el carácter de comisiones de confianza.

A.1.- Valores que se pueden intermediar por cuenta de terceros.-

En virtud de las disposiciones antes mencionadas, las entidades financieras pueden intermediar, por cuenta de terceros, sólo títulos transferibles que se encuentren inscritos en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros o en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, siempre que, tanto dichos instrumentos como sus emisores, cumplan con los demás requisitos contemplados en la Ley

N° 18.045. Sin embargo, cuando se trate de acciones, los bancos y las sociedades financieras sólo podrán cumplir por medio de un corredor de bolsa, la función de intermediación que guarde relación con órdenes que reciban de sus clientes.

En todo caso, ateniéndonos a lo dispuesto en el artículo 3° de la Ley N° 18.045, no se les aplicarán las disposiciones de esta ley a los valores emitidos o garantizados por el Estado, instituciones públicas centralizadas o descentralizadas o el Banco Central de Chile.

Asimismo, en virtud de lo establecido en el artículo 69 de la Ley N° 18.045, no es necesario registrar en la Superintendencia de Valores y Seguros los títulos de créditos emitidos por las entidades financieras que operan en el país, salvo que se trate de acciones o bonos o que existan instrucciones expresas de la mencionada Superintendencia en el caso específico de las letras de crédito.

A.2.- Responsabilidad de las entidades financieras en el área de la

intermediación .-

Las entidades financieras están obligadas a pagar el precio convenido por los títulos que se adquieran por su intermedio y a entregar los instrumentos, cuya venta hayan efectuado en su calidad de intermediarios, sin que puedan eximirse de esta responsabilidad, argumentando que sus clientes no les han proporcionado los fondos o que no se han entregado los títulos y traspasos respectivos.

Los bancos y financieras que sirven de intermediadores son responsables de la identidad y la capacidad legal de las personas que contraten por su intermedio, como asimismo de la autenticidad e integridad de los valores que intermedien; de la inscripción de su último titular en los registros del emisor, cuando sea necesario, y de la autenticidad del último endoso, cuando proceda.

A.3.- Cumplimiento de órdenes de compra o de venta mediante operaciones propias.-

Las entidades financieras no podrán comprar para sí los instrumentos que sus clientes les hayan encargado vender ni cumplir las órdenes de compra de los mismos mediante la cesión de documentos de su propia cartera, salvo en los casos en que el cliente de que se trate, haya autorizado hacerlo expresamente por escrito y siempre que se trate, naturalmente, de documentos que puedan ser adquiridos o cedidos por la entidad financiera atingente.

A.4.- Colocación de emisión de valores mobiliarios.-

Las entidades financieras pueden encargarse de la emisión y colocación de valores mobiliarios por cuenta de terceros, siempre que se trate de los instrumentos de la naturaleza señalada en el punto (A.1) de esta sección.

El N° 20 del artículo 69 de la Ley General de Bancos permite garantizar valores mobiliarios de renta fija, solamente si la institución emisora se ajusta a los márgenes de crédito a que se refiere el artículo 84 de la Ley General de Bancos, para cuyos efectos debe computarse el total de la emisión por colocar junto con los créditos que tuviera el emisor y otras obligaciones susceptibles de pago.

A.5.- Instrucciones contables.-

Las comisiones que perciban las entidades financieras por las operaciones a que se refiere este título, deberán registrarse en la cuenta "Comisiones Ganadas por Intermediación" de la Partida 7.525.

Los importes garantizados de las operaciones de underwriting, correspondientes a instrumentos de renta fija, se registrarán, mientras no se haga efectiva tal garantía, en la cuenta "Garantías por Colocación de Instrumentos de Renta Fija" de la Partida 9.291.

B) Capítulo 10-2 (Circular N° 2.924/1.218 del 12 de Marzo de 1998).-

En conformidad a lo dispuesto en el N° 25 del artículo 69 de la Ley General de Bancos, las entidades financieras pueden actuar como agentes colocadores de acciones de primera emisión, encargándose de su colocación sin garantizarla o, bien, comprometiendo su garantía para el efecto.

B.1.- Garantía de colocación y tenencia de acciones.-

La garantía de colocación de acciones por cuenta de terceros que otorguen las entidades financieras, no podrá superar los límites del acápite B.2 siguiente.

Las acciones que los bancos garantes pueden adquirir en estas operaciones corresponden a las que son susceptibles de obtenerse como consecuencia de hacerse efectiva esa garantía, debiendo enajenarlas la institución colocadora dentro de los plazos que se indican en el acápite B.3 de esta sección.

Conforme a lo establecido en la ley, mientras las acciones se encuentren en poder de la entidad financiera no gozarán del derecho a voz ni a voto en las juntas de accionistas.

B.2.- Límites.-

El monto de la garantía de colocación de acciones que otorguen las instituciones financieras, como asimismo el monto de las acciones que adquieran al hacerse efectiva dicha garantía, no puede ser superior al 35% del capital suscrito y pagado del respectivo emisor.

El total de las acciones que una institución financiera mantenga por la aplicación de la garantía otorgada al asumir la colocación de tales instrumentos, no podrá tener un valor de mercado superior a su capital básico.

Tanto el importe de la garantía otorgada como el de las acciones que se adquieran, deben ser computados dentro de los límites del crédito a que se refiere la Ley General de Bancos. Para este efecto, las acciones se sumarán, tomándolas al valor de adquisición actualizado mencionado en el acápite B.3 siguiente.

B.3.- Plazo para enajenar las acciones adquiridas.-

Las acciones que adquieran las instituciones financieras, deberán ser enajenadas dentro del plazo máximo de dos años, contado desde la fecha de su adquisición. No obstante, este plazo se rebajará a un año si las acciones se encuentran incluidas, al momento de su adquisición, dentro del grupo de acciones en que pueden invertir los Fondos de Pensiones, según lo dispuesto en el artículo 106 del D.L. N° 3500.

La ley establece que la enajenación de acciones debe hacerse en la forma, condiciones y bajo las sanciones contenidas en el artículo 84, N° 5, de la Ley General de Bancos, por lo que:

La venta de las acciones debe realizarse en un mercado secundario formal, esto es, en rueda o remate en una Bolsa de Valores, a menos que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras autorice su venta a través de licitación pública. Para obtener dicha autorización, las instituciones financieras deben acompañar los antecedentes que justifiquen la venta directa, explicando las razones para seguir este procedimiento y la forma en que se garantizará la transparencia de la operación.

b) Las acciones que no sean enajenadas dentro del plazo previsto por la ley, deberán ser castigadas contablemente.

La institución financiera que aún mantenga acciones después de vencido el plazo, incurrirá en una multa equivalente al 10% del valor de adquisición actualizado de las mismas, por cada mes calendario que transcurra después del vencimiento, sin que hayan

sido enajenadas. Este valor de adquisición corresponderá al que se obtenga de aplicar al valor inicial el porcentaje de variación del índice de precios al consumidor entre el primer día del mes anterior al de la adquisición y el último día del mes anterior al mes en que se hace la actualización.

B.4.- Instrucciones contables .-

Estas se refieren esencialmente a lo siguiente:

El importe de la garantía otorgada será registrado en la cuenta de orden “Garantías por Colocación de Acciones” de la Partida 9.291.

Las acciones adquiridas por haberse hecho efectiva la garantía de colocación otorgada, se registrarán por su valor de adquisición en la cuenta “Acciones adquiridas por Underwriting” perteneciente a la Partida 1.775, quedando sus saldos sujetos a corrección monetaria.

Si el valor de mercado fuera inferior al costo corregido monetariamente que se registró en la cuenta “Acciones adquiridas por Underwriting”, antes mencionada, se mantendrá una provisión por la diferencia de precios observada, la que se imputará a la cuenta complementaria “Provisión por Acciones de Underwriting” también perteneciente a la Partida 1.775 y se cargará a la cuenta del mismo nombre que figura en la Partida 6.315. No obstante, si aún no hubiesen transcurrido seis meses desde la fecha en que las acciones fueron adquiridas y existieran razones para creer que su precio tendrá una evolución favorable, las instituciones financieras podrán prescindir de la provisión en referencia.

7.- El underwriting en relación con el derecho de suscripción preferente

A nadie se le escapa que el contrato de underwriting plantea problemas técnico-legales que la legislación societaria nacional no alcanza a resolver en su actual estado evolutivo.

Es cosa sabida que los accionistas de una sociedad, frente a un aumento de capital, tienen el denominado “derecho de suscripción preferente”, en virtud del cual debe otorgársele preferencia en la suscripción de las acciones que se emitan con el fin de aumentar el capital social.

El quid del asunto consiste en compatibilizar, de ser ello posible, la modalidad de prefinanciación en firme o con garantía con el derecho de suscripción preferente reconocido a los accionistas de la sociedad, teniendo en cuenta que la entidad que prefinancia en firme o con garantía se convierte jurídicamente en accionista, aunque con la obligación de colocar las acciones adquiridas en el mercado lo antes posible.

Hay que recordar que tal derecho no puede ser suprimido o condicionado, salvo que una asamblea extraordinaria resuelva la suspensión o limitación del mismo, teniendo en vista el interés superior de la empresa y siempre que se trate de aportes en especies

(equipos, tecnologías, Know-How, etc.) o que las acciones se den en pago para sanear obligaciones onerosas existentes.

Ernesto Martorell, abogado argentino especializado en la asesoría jurídica de empresas, recoge en su libro "Tratado de los Contratos de Empresa" la opinión de varios especialistas de su nacionalidad sobre la materia. Linares Bretón propone, como solución, pactar con la entidad prefinanciadora, de modo que se establezca en el respectivo contrato de colocación de acciones, una cláusula que permita respetar el derecho de preferencia de los accionistas durante un plazo a fijar por ley o en forma estatutaria, vencido el cual se podrían ofrecer los títulos a terceros. El problema estriba en que si parte importante de la emisión fuera suscrita por los accionistas para los cuales debiera regir el valor nominal de las acciones, como precio de colocación, el underwriter que centra su negocio en obtener un diferencial entre el valor nominal de suscripción y el que se podría alcanzar de colocar las acciones entre terceros, vería reducidas las expectativas de ganancia, ya que, por razones de economías de escala, se enfrentaría a la necesidad de tener que aumentar dicho diferencial con la consiguiente obstaculización de la colocación de las acciones emitidas.

García Cuerva, otro especialista argentino en el tema, opina que el underwriting nunca podrá postergar el legítimo derecho de suscripción preferente que tienen los accionistas, de no encontrarse la empresa en una situación riesgosa que amerite limitar o suspender el derecho de opción. En su opinión, el underwriting podría estar modificando el derecho tradicional del accionista, el cual pasaría a transformarse propiamente de derecho de base corporativa en un derecho creditorio respecto a la entidad financiera que realiza la intermediación.

Richard propone otra alternativa para salvar el impasse, la cual consistiría en colocar provisionalmente las acciones en un grupo financiero que se obligue a ofrecer las acciones suscritas a los titulares del derecho de preferencia, al mismo precio de suscripción, además de la compensación inherente a los dividendos y comisiones, lo cual podría no ser atractivo para los accionistas antiguos.

Barreira Delfino destaca que el derecho preferencial no debe ser visto como un impedimento para el contrato de underwriting, teniendo presente que el underwriting es una técnica de financiación. Él opina que resulta lógico pensar que los accionistas que han tomado la decisión de aumentar el capital social sobre la base de la emisión de acciones de pago colocables por la vía del underwriting, previamente deben haber renunciado a suscribir su parte.

En resumen, según la vía argumental expuesta, el underwriting sólo estaría llamado a funcionar en la medida de que los propios accionistas declinen autofinanciarse y dejen, por lo tanto, de suscribir ellos mismos toda la emisión accionaria que se apruebe.

En la legislación chilena, el derecho de suscripción preferente está establecido en los artículos 25 y 27 de la Ley de Sociedades Anónimas y en el artículo 29 del respectivo Reglamento. En tales artículos, se reconoce el derecho de los accionistas para que suscriban y paguen acciones, a prorrata de las que posean, si existen acciones de pago por suscribir generadas por aumentos del capital accionario. También rige este derecho en caso de enajenación de acciones de la sociedad, cuando esté permitida tal adquisición

y no se extingan las acciones por la adquisición. Asimismo este derecho es extensible a las acciones liberadas, a la suscripción de bonos convertibles en acciones y a la suscripción de cualquier otro valor social que confiera derechos futuros sobre las acciones de la sociedad.

En las situaciones descritas, la ley prescribe que deben ser ofrecidas, al menos una vez, dichas acciones o valores a todos los accionistas para su suscripción, a prorrata de sus acciones.

En caso de infracción de esta norma legal por razones estatutarias, se hará primar la ley sobre el estatuto, según lo previene el artículo 137 de la Ley de Sociedades Anónimas. Si la norma examinada es contravenida por alguno de los órganos de la sociedad, pensamos que los accionistas afectados, fuera del derecho a reclamar indemnización de perjuicios, tendrán el derecho que le otorga la ley contra la sociedad, de exigir su cumplimiento, sin perjuicio de solicitar la nulidad de la suscripción o de la venta de acciones efectuada al margen de la ley.

La Superintendencia de Valores y Seguros, con el objeto de regular las materias relacionadas con los derechos preferentes de suscripción de acciones de pago, impartió las instrucciones contenidas en la Circular N° 670 del 17 de Diciembre de 1986, las cuales guardan relación con la emisión y contenido de los Certificados de Derecho Permanente y con el registro de esos derechos. También dicha circular se refiere a la información sobre ejercicio y transferencia de derechos preferentes que deben suministrar los accionistas mayoritarios y demás personas naturales o jurídicas a que se refiere la Sección II de la Circular N° 585 del 29 de Enero de 1986 a esa Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización.

8.- Contenido de un contrato de underwriting

A continuación, nos referiremos a los aspectos principales que deberán ser tenidos presentes en las cláusulas que figurarán en los contratos de underwriting, a saber:

La clase de underwriting que se contrata.

Esquema de financiamiento programado (montos del underwriting y de las comisiones pactadas, plazos de suministro de los fondos de enlace, condiciones en que serán colocados los títulos, etc.).

Condiciones de restitución de los fondos de enlace o prefinanciamiento en caso de que queden saldos de títulos por colocar.

Tipo y características de los títulos que son objeto de underwriting.

Marco legal aplicable.

Normas de solución de controversias, incluido, de ser el caso, el arbitraje.

Multas y sanciones aplicables en caso de incumplimiento por algunas de las partes.

Garantías comprometidas por la empresa emisora.

Límites para la colocación de los títulos a un mismo interesado.

Derechos y obligaciones de cada parte.

Aumentos de capital y recaudos respecto al ejercicio del derecho de preferencia.

Reducción de la financiación en el caso de que se haga uso de ese derecho.

Facultad de la sociedad financiera de proponer directores y síndicos a la compañía emisora.

Condicionamientos para la transferencia o venta de acciones suscritas y pagadas durante la vigencia del contrato.

Política de distribución de dividendos en efectivo.

Compromiso de suscribir un convenio de sindicación de acciones entre los accionistas y la entidad financiera adquirente en firme.

Detalles de los trámites administrativos y de registro que deberán efectuarse ante organismos públicos de control de la sociedad emisora.

Posibilidad del underwriter de asociarse con otras entidades financieras, a fin de superar las eventuales limitaciones legales que se pudieran presentar en cuanto a la financiación, definiendo reglas de funcionamiento y responsabilidades

Compromisos de información a entregar a la Superintendencia de

Valores y Seguros, Superintendencia de Bancos e Instituciones

Financieras y a los eventuales suscriptores de acciones.

9.- Funciones de los underwriters

Las principales funciones de los underwriters se pueden resumir en los siguientes puntos:

Evaluar la capacidad de la empresa emisora para realizar el proyecto, es decir, estudiar la viabilidad del mismo y dar su opinión con respecto a las posibilidades de que la emisión sea aceptada en el mercado, al pulsar el concepto que pueden tener la comunidad financiera y los inversionistas sobre la sociedad emisora y sobre su proyecto. En caso de tratarse de títulos de deuda, deberá verificar, además, la capacidad de endeudamiento de esa empresa.

Explicarle al emisor las opciones financieras que tiene en el mercado.

Proponer el precio de la emisión.

Negociar los aspectos relacionados con el monto, comisiones, términos, condiciones y oportunidad en que se debe ofrecer la emisión.

Preparar el prospecto de una emisión de acuerdo a la legislación vigente.

Fundar un consorcio o sindicato de underwriters y agentes colocadores, de modo de

distribuir la emisión y definir las cuotas de suscripción.

Preparar la documentación legal, manejar todo el papeleo inherente a los diversos trámites por realizar y mantener el contacto con la sociedad emisora y con los eventuales inversionistas interesados o que pudieran llegar a interesarse.

Para elegir el underwriter que gerenteará el proyecto, se deben negociar varios aspectos, a saber:

Los precios de los títulos.

Las comisiones a pagar al gerente del proyecto, a los restantes underwriters y a los agentes colocadores.

El respaldo a dar por el Gerente del Proyecto a la empresa emisora, una vez terminada la fase de suscripción.

Los demás términos y condiciones del contrato.

Se deberá considerar, asimismo, la reputación del banco de inversión o banco comercial, su experiencia en la colocación de títulos valores de empresas similares y, sobre todo, la capacidad para distribuir la emisión exitosamente, basándose en el precio y demás condiciones acordados. Cabe puntualizar que, tanto los gerentes de proyecto como sus clientes, suelen ser muy selectivos. Los primeros, por cuanto una buena selección del banco que gerenteará el proyecto es garantía de buen éxito para el proyecto. Los segundos, debido a que el principal activo de los underwriters es su reputación y un fracaso de su gestión dañaría, por lo tanto, fuertemente su imagen.

Para visualizar mejor el tema que nos ocupa, habría sido ideal tener a la vista algún modelo de contrato de underwriting obtenido de las experiencias recogidas en el ámbito nacional. Sin embargo, ello no ha sido posible, por cuanto, por las averiguaciones hechas, en la Superintendencia de Valores y Seguros no se registran operaciones de esta naturaleza, a pesar de que desde 1997 los bancos comerciales están facultados para colocar acciones de primera emisión de sociedades anónimas abiertas.

10.- Riesgos corridos por los underwriters

El emisor de valores que busca financiarse por medio del ahorro público, afronta riesgos de diversa naturaleza. Ordinariamente, se habla de tres tipos de riesgos: el riesgo de espera (waiting risk), el riesgo en el precio de colocación u oferta (pricing risk) y el riesgo de comercialización o distribución de la emisión (marketing risk).

El riesgo de espera se produce por el mero transcurso del tiempo entre el momento en que el emisor detecta la necesidad de financiación, diseña y prepara la operación y cumple con los trámites legales establecidos y el momento cuando lanza la emisión al público. Durante este período, el mercado pudo haberse deteriorado por razones políticas, económicas o de otra índole que impidan llevar a cabo la operación.

El riesgo en la determinación del precio de colocación surge no sólo de la

complejidad técnica de la valoración (especialmente si los valores emitidos no se cotizan en un mercado secundario), sino también del conflicto que se plantea a todo emisor entre obtener el precio más alto posible y ofrecer una buena oportunidad de inversión para asegurarse que los valores se coloquen en el mercado.

Finalmente, hay un riesgo de comercialización o distribución de la emisión. Un emisor puede estar ofreciendo una buena oportunidad de inversión, pero si no cuenta con buenos canales de acceso al público ni con los conocimientos y experiencia necesarios para comercializar la operación en forma atractiva, corre el riesgo de que los valores no se coloquen.

El primer riesgo es enteramente imputable al emisor, en cambio, en relación con los dos siguientes, la sociedad emisora puede asegurarse, contratando a entidades profesionales dispuestas a asumir esos riesgos. Mediante este aseguramiento, el emisor consigue transferir los riesgos a que nos estamos refiriendo a las entidades colocadoras, logrando simultáneamente una inmediata disponibilidad de fondos.

Las empresas de underwriting asumen la mayor parte de los riesgos de flotación, cuando la emisión está siendo colocada en el mercado por el sindicato de underwriters correspondiente. Los riesgos e incertidumbre suelen aflorar cuando aparecen señales de cambios en el mercado, una vez que se ha suscrito el contrato en firme, estando fijado el precio de las acciones por colocar. Estos riesgos consisten en el alargamiento del plazo para colocar las acciones y en las fluctuaciones negativas del mercado y de los precios de transacción de las acciones en el mismo. Los riesgos derivados del alargamiento del plazo de colocación pactados son tomados por la empresa emisora, en tanto que los restantes riesgos son imputables al sindicato de underwriters. Estos riesgos no pueden ser subestimados, ya que underwriters muy prestigiados han hecho subidas pérdidas en la colocación de acciones que, incluso, tenían una alta cotización en el mercado.

Entre estos riesgos están los súbitos y fuertes cambios de los niveles de inflación. Las empresas que venden servicios con tarifas indexadas (empresas eléctricas, por ejemplo) están más protegidas contra esta eventualidad, pero no totalmente a salvo, ya que ello podría traer aparejada una reducción de sus ventas o un fuerte aumento del precio de sus insumos. Las fluctuaciones cambiarias son también otro riesgo importante. Este riesgo debiera aumentar considerablemente en el caso de empresas chilenas que tienen inversiones en otros países latinoamericanos caracterizados por tener economías más inestables que la nuestra y por ser objeto de drásticas intervenciones por parte de sus autoridades gubernamentales. Chile se caracteriza por contar con un mercado accionario muy pequeño y menos líquido que el mercado accionario norteamericano, lo cual hace que sea un país bastante más riesgoso. Finalmente, al descubrir súbitamente los inversionistas que las exigencias nacionales en materia de informes de resultados y declaraciones de impuestos, entre otros, son menos exigentes que en EE.UU., se podrían sentir desalentados a comprar valores chilenos.

Los riesgos de flotación se pueden reducir, reformulando los límites de los mismos que estaría dispuesto a correr cada miembro del sindicato y prolongando el período de colocación de las acciones más allá del período pactado originalmente. En muchas ocasiones, los inversionistas institucionales suelen ayudar a los underwriters a salir de la

difícil coyuntura planteada por el mercado con sus inversiones a largo plazo.

El spread de underwriting es distribuido en proporción a las responsabilidades tomadas por los diversos agentes del sindicato de underwriters y del grupo de ventas, utilizándose para pagar gastos en publicidad y asesoría, gastos legales, gastos de colocación y otros costos convenidos. También hay que incluir el costo del tiempo gastado en el “management” desplegado por personal altamente calificado para la colocación de las acciones. La subvaluación de las acciones emitidas que es un fenómeno de común ocurrencia, tiende, en cambio, a reducir los riesgos de los underwriters y a estimular las compras de los inversionistas, pero a perjudicar a los accionistas principales. Según estudios realizados en EE. UU., la sobrevalorización anual de las acciones emitidas fluctúa entre el 14% y el 17% en las operaciones de underwriting.

Los costos totales para una compañía emisora varían según el tamaño de la oferta y la habilidad de la compañía emisora para promocionar las bondades de su emisión. Dichos costos totales incluyen los costos directos, considerando las costas (derechos y honorarios legales y de contabilidad y auditoría), más el spread del underwriting. Este último es el más importante de los ítems de gastos y es generalmente negociable, dependiendo de factores tales como el tamaño de la oferta, el tipo de compromisos contraídos con los underwriters y el tipo de acciones ofrecidas. Los gastos legales son el segundo ítem de gastos después del spread, dependiendo su monto de la complejidad de la empresa, del grado de ordenamiento de sus registros y de la cantidad de tiempo gastado en preparar y llenar los registros. Los gastos de contabilidad y auditoría son también sustanciales. Estos últimos varían con el tamaño de la empresa y con el número de años que se pretenda auditar. A estos gastos hay que agregar los gastos de impresión, los honorarios o comisiones por concepto de registro de las acciones y comisiones diversas por varios otros conceptos.

A título de compensación, previendo un deterioro de las condiciones del mercado accionario, se suele pactar algún porcentaje de reembolso de los costos directos en que hayan incurrido los underwriters, en caso de manifestarse una emergencia de esa naturaleza.

También para enfrentar situaciones de mercado difíciles, los underwriters suelen pactar anticipadamente otro tipo de compensaciones, previendo la ocurrencia de tales eventualidades, como es el caso del otorgamiento de garantías especiales por parte de la empresa emisora, la venta del stock de acciones emitidas al underwriter a un precio de suscripción más bajo que el pactado o el derecho a rehusar la colocación de la emisión.

Los riesgos de los underwriters derivan principalmente de una eventual mora en el pago del prefinanciamiento o de fluctuaciones importantes de la tasa de interés y del precio de las acciones en el mercado. El aumento de la competencia, la reforma tributaria y la desregulación han estrechado los spreads en todas las áreas en que actúan los bancos de inversiones en los EE.UU., aumentando sus riesgos. Sin embargo, la tecnología electrónica y las innovaciones financieras han tendido a mantener dichos riesgos bajo control.

CAPITULO VII INTENTO DE TIPIFICACION JURIDICA DE ORDEN GENERAL DE LOS DIFERENTES TIPOS DE CONTRATOS DE UNDERWRITING

La calificación de un portafolio de inversiones como patrimonio autónomo, implica determinadas consecuencias jurídicas, entre las cuales cabe destacar el carácter traslativo de las transferencias de dinero efectuadas al fondo correspondiente, en virtud del cual el administrador del patrimonio autónomo pasa a detentar la titularidad jurídica de los dineros o bienes recibidos, quedando los inversionistas, en cambio, con los correspondientes derechos crediticios frente al operador de ese fondo. Esta figura conforma una titularidad jurídica restringida que representa el medio para lograr la finalidad perseguida por los inversionistas.

En el contrato de underwriting al mejor esfuerzo no se recurre a la capacidad de financiación del underwriter, sino a su experiencia profesional como conocedor del mercado, de modo de captar recursos financieros en el menor tiempo y al más bajo costo que sean posibles. Los servicios prestados por el underwriter son de variada índole, puesto que deberá ocuparse de evaluar la empresa; analizar el mercado; fijarle precio a las acciones por colocar y hacer los registros correspondientes, etc. En el contrato al mejor esfuerzo, el underwriter trata de vender la mayor parte de la emisión, pero no

garantiza a la entidad emisora la plena colocación de la misma. Cualquier saldo de la emisión que no logre colocarse, después de haberse desplegado el máximo de esfuerzo, dentro de un plazo determinado, debe ser devuelto a la entidad emisora. Está claro que bajo esta modalidad, la empresa emisora es la que asume todo el riesgo del mercado.

Las características anteriores nos permiten señalar que la naturaleza jurídica de un contrato de underwriting al mejor esfuerzo sería la propia de un contrato de mandato mercantil. En efecto, la operación de underwriting no se agota ni se circunscribe a la colocación de los valores, sino que implica una asesoría y consejo por parte del intermediario. En este tipo de operaciones, el intermediario se obliga a ejecutar uno o más actos por cuenta de la sociedad emisora, de tal suerte que los contratos de suscripción de valores producen efectos entre el emisor y quienes suscriben los títulos ofrecidos por el underwriter.

Planteadas así las cosas, se estima procedente recordar que en el mandato mercantil una parte se obliga a ejecutar uno o más actos de comercio por cuenta de la otra. Dicho mandato puede o no conllevar la representación del mandante. En consecuencia, lo único esencial en el mandato mercantil es obrar por cuenta ajena en el cumplimiento de un determinado encargo.

El encargo fiduciario está estrechamente asociado al contrato de mandato, ya que, a partir del mismo, la sociedad fiduciaria puede asumir el compromiso de realizar los mejores esfuerzos para colocar los valores y hacer su registro posterior, objetivo que hace necesaria una obligación de asesoramiento que exige la mayor diligencia y cuidado en la función de aconsejar a la empresa emisora, a fin de optimizar sus resultados, cuya inobservancia puede llegar a responsabilizar a la sociedad fiduciaria frente a la sociedad emisora. Estas contingencias hacen imperativo dotar a la sociedad fiduciaria del máximo de libertad de acción para no entorpecer su gestión, otorgándole las facultades propias de una administración dentro de cierto contexto.

De acuerdo a las disposiciones del artículo 12 del Reglamento General sobre Bolsas de Valores, es responsabilidad de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de los inversionistas en títulos-valores que sean objeto de oferta pública y asegurarle al público el acceso a la información necesaria sobre tales valores y sus emisores. Dicho artículo establece que, tanto los emisores como los títulos-valores que se emitan para oferta pública y, en particular, los que se negocien a través de las bolsas, deben ser registrados previamente en el Registro de Valores que lleva esa Superintendencia. En cumplimiento de esta obligación, la referida Superintendencia dictó, con fecha 5 de Enero de 1994, las Normas Regulatorias del Registro de Emisores, Valores, Sociedades de Bolsa, Puestos de Bolsa y Agentes de Bolsa, las cuales incluyen un glosario de términos en su primer capítulo que suministran algunas definiciones que es del caso traer a colación.

Así, por ejemplo, se dice que una sociedad fiduciaria es la que tiene la titularidad de los bienes o derechos fideicometidos y se encarga de la realización del fideicomiso, es decir, cumple las funciones propias de un administrador. En cuanto al fideicomiso se dice que es el contrato en virtud del cual una persona, asociación o empresa es autorizada para administrar un bien o un conjunto de bienes en beneficio de otra u otras personas,

en conformidad con el contrato pertinente. El fideicomisario es el beneficiario, es decir, la persona que recibe los beneficios del fideicomiso, en tanto que el fideicomitente es la persona que constituye el fideicomiso y destina los bienes o derechos necesarios para el cumplimiento de sus fines, transmitiendo su titularidad al fiduciario o sociedad fiduciaria.

En el Capítulo II de esta tesis de grado, se definieron las funciones que desempeñan los intermediarios (corredores de bolsa y agentes de valores y los bancos e instituciones financieras), las bolsas de valores, las cámaras de compensación y el Depósito Central de Valores, en conformidad a lo establecido por la Ley 18.045 sobre el Mercado de Valores promulgada en 1981. En dicho capítulo, se señalaron también las normas a que deberán sujetarse las transacciones de valores del mercado secundario, puntualizándose que las acciones sólo podían ser intermediadas por los corredores de bolsa, transándose en la rueda de la bolsa de la que ellos sean miembros. Las transacciones de acciones en el mercado secundario no constituyen la esencia de las operaciones de underwriting, sino actividades complementarias, pero hasta tal punto básicas que sería imposible imaginarse a los underwriters si éstos no contaran con este mecanismo para traspasar a terceros las acciones emitidas no colocadas que adquirieron en su compromiso por garantizar la colocación de una emisión de una sociedad anónima abierta cualquiera.

Posteriormente, en 1997, los bancos e instituciones financieras fueron facultados para operar en el mercado accionario primario, de conformidad a lo dispuesto en el N° 25 del artículo 69 de la Ley General de Bancos, lo que les autorizó para colocar las primeras emisiones de acciones de sociedades anónimas abiertas, encargándose de tales colocaciones sin garantizarlas o comprometiendo su garantía para el efecto. Por su parte, el N° 20 del mismo artículo permitió garantizar, además, la colocación de valores mobiliarios de renta fija, siempre que la empresa emisora se ajustara a los márgenes de crédito de que trata el artículo 84 de la Ley General de Bancos, lo que también es extensible a la colocación de acciones de primera emisión. En suma, el N° 20 y el N° 25 del artículo 69 de la Ley General de Bancos fueron los instrumentos que abrieron las puertas de los bancos e instituciones financieras a las operaciones de underwriting.

Los intermediarios que actúan en la calidad de miembros o accionistas de una bolsa, se llaman corredores de bolsa, en tanto que los que operan al margen de las bolsas, reciben el nombre de agentes de valores (ver Título VI de la Ley 18.045). Los intermediarios pueden realizar operaciones de corretaje pueden realizar operaciones de corretaje por cuenta de terceros, pero también dedicarse a la compra y venta de valores por cuenta propia. Estas disposiciones de la Ley 18.045 se ajustan cabalmente a lo establecido en el Título IV (Del Mandato Comercial) del Código de Comercio.

Si bien es cierto los bancos y sociedades financieras pueden efectuar funciones de intermediación, de acuerdo a las facultades que les confiere la Ley General de Bancos (Decreto con Fuerza de Ley N° 3, publicado en el Diario Oficial con fecha 19 de Diciembre de 1997, el cual fija el texto refundido, sistematizado y concordado de la Ley General de Bancos y de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras), las entidades bancarias que operan directamente en el mercado, lo deben hacer a través de filiales que están obligadas a inscribirse en el Registro de Corredoras de Bolsas y Agentes de Valores, quedando, en consecuencia, bajo la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.

En el contrato de underwriting en firme, a diferencia del contrato al mejor esfuerzo, el underwriter adquiere, por razones contractuales, parte o la totalidad de una emisión de valores, a objeto de colocarla entre el público inversionista, al precio fijado y durante un plazo determinado, aportando, además, el prefinanciamiento. En este evento, el agente intermediario asume el riesgo de parte o el total de la colocación, razón por la cual se requiere que éste tenga una gran capacidad financiera, toda vez que su función fundamental es asumir el riesgo del mercado o, lo que es igual, asegurarle a la sociedad emisora que recibirá el monto convenido, sea que se coloque la emisión entre el público o no se logre colocarla. Si no se logra colocar enteramente una emisión, los underwriters participantes estarán obligados a comprar la parte no colocada de la parte que se comprometieron colocar, a prorrata de los compromisos de colocación contraídos por cada uno de ellos, agregándola a sus propias carteras de inversiones hasta que logren su colocación entre el público.

Un contrato de esta naturaleza obliga, por un lado, a prefinanciar el total o parte de una emisión y, por otro, a efectuar su colocación entre el público por su cuenta y nombre, debiendo adquirir para sí el saldo de la emisión que quede sin colocar y sobre la cual medie un compromiso de colocación. En consecuencia, bajo esta modalidad de underwriting, la empresa emisora tiene la seguridad de que la emisión o parte de la misma serán colocadas en su totalidad, ya al momento de hacerse efectiva su creación y la entrega de los títulos.

El contrato de underwriting en firme agrega al contrato de mandato y corretaje con que operan las sociedades meramente fiduciarias, el contrato financiero, ya que las funciones de intermediación se complementan con funciones que significan desembolso de recursos financieros por parte de los bancos comerciales, ya sea por concepto de prefinanciamiento o de inversión a través de la compra temporal de acciones para sí. En Chile, debido a que las operaciones de underwriting están bajo la tuición de la banca comercial, hablaremos, en términos genéricos, de contratos bancarios al referirnos a la parte financiera de este tipo de operaciones.

Los contratos bancarios ofrecen la particularidad de presentar un cierto distanciamiento entre la realidad de la práctica contractual y su fundamentación en los códigos, tendiendo a conformarse este tipo de contratos en función de la jurisprudencia y de leyes y normas especiales dictadas por parte de los organismos encargados de regular la actividad bancaria, es decir, en el caso chileno, el Banco Central y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y también la Superintendencia de Seguros y Valores, desde el momento en que los negocios bancarios irrumpieron en el mercado de valores. En consecuencia, la atipicidad y la innominalidad son características muy propias de los contratos bancarios tradicionales y no tradicionales.

Este fenómeno se ha visto agudizado por la creciente diversificación y complejidad de los activos financieros a que se ha ido ampliando la actividad bancaria, pudiendo afirmarse que para tipificar un contrato bancario cada vez se hacen más insuficientes los Códigos Civil y Comercial, siendo necesario buscar su esencia concreta en los fines perseguidos por las partes (siempre serán de orden económico en los contratos inherentes a negocios) y en la calidad de los contratantes, la cual está asociada al riesgo de no pago.

En resumen, la banca está evolucionando, orientándose fuertemente hacia otras modalidades de financiamiento que no son propias de la actividad bancaria tradicional, la cual se remite ordinariamente a las operaciones activas (colocación de créditos), pasivas (captación de recursos financieros) y neutras (custodia y transferencia de dinero), lo que se ha traducido en nuevas relaciones empresa-banco, las cuales han sido estimuladas fuertemente por el impacto tecnológico y por el afán de romper las ataduras impuestas por la regulación bancaria.

La falta de legislación sobre los contratos bancarios, determinan que las relaciones entre el banco y el cliente tengan que establecerse necesariamente por la voluntad expresa de las partes. Sin embargo, esta aparente libertad contractual es rota muchas veces a través de la imposición abusiva de cláusulas, viéndose enfrentado el contratante de un crédito o de otro tipo de operaciones financieras sólo a la alternativa de tomarlas o dejarlas. Lo ideal es que un negocio bancario se lleve con integridad y prudencia y haciendo uso de una experiencia profesional que sea consistente con el prestigio del banco, lo que ha hecho que en muchos países los organismos reguladores de la actividad bancaria, intervengan en lo relativo a la fijación de pautas sobre cláusulas generales, a objeto de proteger a los clientes de los bancos. En los contratos entre bancos y grandes empresas, generalmente las cláusulas se negocian en forma paritaria.

En conclusión, el grado de autonomía que tiene la parte beneficiaria es bastante discutible, yendo en aumento en la misma medida en que va aumentando su nivel económico y profesional. En la economía moderna, son las empresas financieras las que fijan el valor de la moneda, teniendo presente el riesgo de insolvencia del cliente, los volúmenes de la oferta y de la demanda de dinero y las fluctuaciones de éstas. Hay juristas que piensan que existe la necesidad de procurar un nuevo equilibrio contractual, teniendo presente que en un contrato bancario se enfrentan dos núcleos de intereses contrapuestos que muestran, de un lado, a un negociador profesional y, del otro, generalmente a uno profano, teniendo el contrato bancario la singularidad de ser un verdadero contrato por adhesión para el beneficiario.

La originalidad contractual bancaria se hace más evidente en la estimación de los riesgos, lo que presupone que el banco siempre tendrá que poner un cierto grado de confianza en el contratante, ya que, de otro modo, no sería factible prestar dinero y, en general, participar en operaciones de financiamiento de las empresas. Otro presupuesto muy singular que caracteriza a este tipo de contratos, reside en la calidad de banquero de una de las partes, al que la doctrina le suele atribuir una posición oligopólica.

Otra característica que se atribuye a los contratos de esta índole es que tienen la particularidad de ser masivos e involucrar una cierta duración. La masividad proviene del hecho de que los contratos bancarios son preredactados por los bancos, casi en su totalidad, a objeto de otorgarles la fluidez necesaria y responder al dinamismo que es propio de las transacciones bancarias. Lo inherente a la duración tiene que ver con el hecho de que dar un crédito o prestar algunos servicios bancarios específicos significa renunciar por un tiempo al goce de un bien en beneficio de otro, pero con el compromiso de que este último lo restituya en forma parcializada o de una sola vez en el tiempo pactado o bajo la condición de rescatar ese bien en algún momento, cuando, por ejemplo, el banco decida liquidar una inversión accionaria.

Los contratos bancarios tienen la connotación de dar la impresión de involucrar prestaciones recíprocas, ya que tanto los bancos como las empresas buscan su beneficio económico a través de las operaciones bancarias.

Otro aspecto destacable en la contratación bancaria es la buena fe recíproca que debe existir entre los contratantes. El contrato bancario, más que ningún otro, debe operar sobre la base del principio de la buena fe, ya que la confianza es lo que hace que el sistema financiero de un país funcione correctamente.

La naturaleza especial que tienen los contratos bancarios, obliga a los bancos a guardar reserva y confidencialidad respecto a la mayoría de las operaciones y transacciones hechas con sus clientes, denominándose esta característica "secreto bancario". Cabe consignar que en los tipos de contratos bancarios no tradicionales que involucran la captación de la inversión pública (contrato de underwriting, por ejemplo), el secreto bancario deja de tener sentido dentro del vínculo contractual, constituyéndose más bien en un obstáculo.

El contrato bancario se caracteriza también porque impone exigencias de orden no sólo jurídico, sino también de índole económica y financiera, ya que los bancos se encuentran estrechamente ligados a los mercados de dinero y de capitales, pudiendo variar estos últimos en función de las políticas económica o monetaria que tengan a bien dictarse.

Finalmente, la internacionalización es algo muy típico en los contratos bancarios, ya que su radio de acción trasciende el ámbito local, nacional e, incluso, regional. Esto se trasunta en que las prácticas bancarias se hacen de manera muy similar en todos los países, mostrando muy pocas variaciones.

Para terminar con este capítulo, creemos conveniente puntualizar que nos parece superfluo referirnos a los restantes tipos de contratos de underwriting por corresponder a situaciones intermedias entre el contrato de underwriting al mejor esfuerzo y el contrato de underwriting en firme, no requiriendo, por lo tanto, mayor explicación desde el punto de vista jurídico.

CAPITULO VIII CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS

En mérito a lo señalado en los capítulos precedentes, habría que convenir que entre el underwriting y el mercado de valores existe un proceso simbiótico, ya que el fomento o la desincentivación del primero inducen iguales efectos sobre el segundo y viceversa. Esto se explica, por cuanto el underwriting es una alternativa de financiamiento accionario muy eficaz, ya que hace posible suscribir y pagar un aumento de capital en forma rápida y segura, utilizando las modalidades de contrato de underwriting en firme o con garantía, conocidas también bajo el nombre de contratos con suscripción temporal.

El Gobierno tuvo una buena disposición para incluir el underwriting como operación bancaria dentro de la legislación atingente, pero tuvo cuidado, sin embargo, de no quebrantar el principio básico que ha regido el funcionamiento de los bancos en Chile, después de la crisis financiera de los 80, cual es que los bancos no deben ser propietarios de acciones de empresas productivas o que sean distintas del giro bancario. Para prever esta situación, cabe destacar las siguientes indicaciones que se hicieron a la ley a su paso por el H. Senado:

Las acciones de primera emisión de sociedades anónimas abiertas que adquieran para garantizar la plena colocación de la emisión, deberán ser enajenadas dentro de un plazo máximo de dos años, contado desde el término de la colocación.

Estas acciones no gozarán de derecho a voz y voto en las juntas de accionistas, mientras se encuentren en poder del banco. La enajenación de las acciones deberá

hacerse en la forma y condiciones y bajo las sanciones que establece el N° 5 del Art. 84

La garantía de colocación por concepto de las acciones sin colocar, no podrá exceder del 35% del capital accionario del emisor.

La ley vigente dejó establecido, además, que los bancos podían actuar como agentes colocadores y garantizar la colocación de los saldos no colocados en el mercado, sólo en caso de tratarse de sociedades anónimas abiertas. Debe señalarse también que a las sociedades anónimas abiertas se le aplican normas más estrictas que las aplicadas a las cerradas, a objeto de defender los intereses tanto del público como del pequeño inversionista.

Es probable que las medidas descritas hayan resultado demasiado restrictivas para la banca y que a ello se haya sumado la inexistencia en el país de un mercado de capitales bien desarrollado, lo cual se ha procurado subsanar en los últimos años, dictando diversas leyes y reglamentos con medidas de fomento y de regulación destinadas a proteger los derechos de los inversionistas, las cuales debieran culminar con el establecimiento de una plataforma de inversiones en Chile, cuyo fin sería servir de base de negocios a toda América Latina. Otro factor desincentivante han sido las sucesivas crisis que han venido afectando al mundo y, en particular, a Sudamérica en los últimos cinco años.

Sobre el particular, es necesario señalar que durante la década de los 90, las empresas europeas, asiáticas y latinoamericanas acudieron en masa a los mercados de capitales estadounidenses con la esperanza de expandir su base en materia de inversionistas y de ganar un mayor protagonismo dentro de la economía más grande del mundo. La mayoría de estas empresas extranjeras cotizan en EE.UU., ofreciendo American Depositary Receipts (ADR), valores que representan en sí las acciones de esas empresas y que quedan en poder de un banco estadounidense. Los ADR tienen el atractivo de representar un activo financiero en dólares para los inversionistas estadounidenses, lo que los libera de correr riesgos cambiarios. Las ofertas de ADR llegaron a la cima en el año 2000, cuando las compañías extranjeras recaudaron US \$ 30.000 millones. En el año pasado, esta cifra se contrajo en un 70%, llegando a US \$ 8.400 millones. Durante los diez primeros meses del presente año, esta cifra ha vuelto a caer, situándose alrededor de los US \$ 4.400 millones.

La retirada de las empresas extranjeras demandantes de dinero de los mercados de capitales estadounidenses, parece ser el reflejo de la desconfianza que han empezado a sentir éstas por el sector de negocios estadounidense, tras una serie de escándalos contables provocados por algunas grandes empresas norteamericanas (Enron, WorldCom y otras), a lo que se ha agregado la desconfianza de los propios inversionistas norteamericanos por su sistema financiero y el aumento del nivel de endeudamiento de EE.UU. Hasta hace muy poco había que cotizar en EE.UU. y usar métodos contables utilizados en este país, para los efectos de ser considerado creíble, siendo cuestionados, hoy, estos criterios por el desencanto sufrido por las compañías extranjeras, lo que se ha traducido en una fuerte desaceleración por parte del proceso de fusión de empresas. Esta connotación negativa ha sido reforzada, además, por el hecho de que la nueva legislación del gobierno corporativo de los EE.UU. está exacerbando las preocupaciones

experimentadas por algunas empresas extranjeras. En efecto, la nueva legislación estipula que los presidentes ejecutivos deben aceptar responsabilidad penal en los EE.UU. por los informes contables que emitan sus firmas, prohibiéndose, además, el otorgamiento de créditos por parte de las empresas a sus ejecutivos y estableciéndose normas más estrictas para los comités de auditorías.

Otro fenómeno que se está produciendo, como consecuencia de lo anterior, y que puede favorecer el desarrollo del mercado de capitales nacional, reside en que muchos inversionistas institucionales norteamericanos han optado por comprar acciones de emisores extranjeros en sus países de origen, a fin de aprovechar los más amplios márgenes de negociación que plantea esta alternativa.

Afortunadamente, se ha constatado, por otro lado, es posible eludir las exigencias restrictivas de la Ley Sarbanes Oxley que surgió en EE.UU. a consecuencia de los escándalos contables de algunas de sus grandes empresas, por medio del expediente de utilizar los ADR de nivel 1, los cuales no podían operar en el país debido a que la normativa del Banco Central (Capítulo XIV) obligaba a hacer aumentos de capital a las empresas que querían salir al exterior, constriéndolas a emitir, por lo tanto, exclusivamente ADR de nivel 3, limitación que fue eliminada a comienzos del 2002. El ADR de nivel 1, fuera de no exigir aumento de capital previo, no exige que las empresas desglosen sus antecedentes financieros ni que adapten sus contabilidades a la vigente en EE.UU., no cotizándose en bolsa, sino en forma extrabursátil (el corredor los obtiene de otros corredores que operan en este mercado), pero permitiendo, de todas formas, crear un enlace entre la acciones que circulan en la Bolsa de Santiago y la demanda que existe en el país. Ambos tipos de ADR requieren de un banco depositario para emitir ADR y una vez que el capital captado entra a las empresas, las acciones pasan a generar dividendos, votos y derechos preferenciales. La emisión de un ADR de nivel 1 puede costar entre US\$ 10 mil a US\$ 20 mil, lo que está lejos de compararse con la emisión de un ADR de nivel 3, la cual puede llegar a costar entre US\$ 300 mil y US\$ 400 mil.

La recesión que ha venido sufriendo el país en los últimos años se visualiza claramente al observar la variación del Índice General de Precios de las Acciones (IGPA), la cual se inserta como **CUADRO N° 2**, y la variación del Producto Interno Bruto (PIB) que se incluye como **CUADRO N° 3**, aclarando por

qué las disposiciones legales dictadas en 1998, en orden a facultar a los bancos para participar en operaciones de underwriting, han resultado totalmente inoperantes.

El mercado bursátil fue fundamental para sentar las bases de una economía moderna y eficiente en el país, ya que ésta fue la forma que permitió que se privatizaran las empresas públicas y que se abrieran muchas sociedades anónimas cerradas que estaban necesitadas de capital, traduciéndose ello en que este mercado aumentara progresivamente de valor. Sin embargo, el mercado accionario es una especie de barómetro que mide el clima porque atraviesa la economía, estando sujeto a las alzas y a las bajas que ésta experimente. La globalización ha tenido efectos positivos y negativos para el desarrollo del mercado que nos ocupa, ya que, por un lado, ha significado la salida de recursos financieros del país al expandirse muchas empresas nacionales al exterior, en tanto que, por otro, se ha convertido en una vitrina para las compañías

EL CONTRATO DE UNDERWRITING.

locales con buenas proyecciones. Empero, esto último ha implicado que muchos inversionistas extranjeros hayan pasado a controlar gran parte de las grandes empresas locales tradicionales, retirándose éstas del mercado bursátil chileno donde satisfacían anteriormente sus necesidades de capital. Desde 1995 a la fecha, se han cerrado a las Bolsas cerca de 70 empresas, desapareciendo 25 sociedades anónimas abiertas del mercado, sólo en el año 2001.

EMPRESA	Patrimonio al final 2000-02	% del patrimonio de la sociedad abierta	Patrimonio al final 2000-01	% del patrimonio de la sociedad abierta
CTC-A	400,70	21,49	241,5	22,40
CERVEZAS	81,13	10,11	128,29	12,88
MADECO	0,53	0,29	8,17	7,88
MASISA	1,15	8,75	48,12	14,88
SODIMICH B	62,71	10,13	78,71	11,88
SODIMICH-A	0,22	0,20	4,31	3,00
FUERTE	37,73	4,81	111,28	11,28
CRISTALES	18,12	8,89	28,11	7,88
REALTALEFF	468	1,41		
SANTIAGO			80,51	1,08
LINEA-FILE			78,51	19,88
ENDESA	101,10	4,71	181,44	11,87
ALYNDRA-L	0,11	0,05	6,55	0,78
CEFR	0,47	0,17	8,34	1,88
ALCANTARA	40,74	6,84	22,54	11,07
ANDINA B	11,32	8,81	100,33	9,18
CONCHATORO	40,13	1	80,78	14,87
TELEFON	0,43	0,21	1,13	5,87
SANTIBOLIN			280,21	21,80
PROVIDA	112,10	20,11	140,29	21,11
SANTISAFER	6,12	4,03	8,13	5,07
UDOGARDIS			41,44	3,11
CHILE	21,47	1,01		
FFER	12,48	3,83	24,81	5,48
SYLUMARCO	0,30	0,2	2,30	3,00
QUINQUECO	37,72	0,12	88,73	8,87
UBS	110,2	12,05	101,11	13,11
LAMI	12,1	4,0	15,20	3,10
EMBONOP-B	48,5	7,0	48,81	8,18
TOTAL	1782,82		2618,35	

FUENTE: Borsas Electrónicas de Chile

CUADRO N° 2. PATRIMONIO BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS CHILENAS EN EL EXTERIOR. (en millones de dólares)

Año	Promedio Anual	Mutación Promedio	Mutación (Dic. a Dic.)
1980	5 962388		
1981	5 861258	4,8	-21,7
1982	7 24487	7,1	30,7
1983	7 777625	11,3	7,2
1984	7 274898	-7,1	-6,9
1985	7 207116	-28,4	-11,4
1986	4 743706	-30	-27
1987	2 003206	-11,0	2
1988	2 822384	1,8	18
1989	4 214409	27,4	28,2
1990	4 772244	13	42
1991	2 21440	-27,3	-32,8
1992	2 267371	2,0	-8,5
1993	2 461318	8,6	21,0
1994	2 71480	11	-11,7
1995	2 1144	-11,4	-2,1
1996	10,4 2417	77,3	18,2
1997	24,49122	22	-27,2
1998	47,7 20722	22,8	8,8
1999	61,2 6757	27	28,7
2000	1,0 24	24,4	44
2001	4,71	-21,4	-31,2
2002	74	2	27
2003	77,07	16,4	3,7
2004	22,8	1,8	-3,8
2005	22,24	4	27,2
2006	22,24	22,1	22,2
2007	22,24	22,1	11,3
2008	17,3 4	7,6	18,7
2009	121 26	27,0	30,0
2010	129 26	21,8	22
2011	256 1,74	1	10,2
2012	276 27	21,7	2,2
2013	216 22	2,7	18,2
2014	244 1	1	18,2
2015	274 28	2	1,2
2016	479 20	-8,7	-11,7
2017	467 8	-8,8	-3,2
2018	84 58	-8,1	-27,4
2019	225 18	6,8	28,7
2020	270 7	0,2	2,8

CUADRO N° 3. INDICE GENERAL DE PRECIOS DE ACCIONES (IGPA) VALORES REALES, PROMEDIOS MENSUALES (1) (Base: 30 de Diciembre de 1980=100)

(1) Cifras deflactadas por el Índice de Precios al Consumidor Oficial.

Todos los factores mencionados han conspirado para que el desempeño del mercado accionario local sea cada vez más modesto, deprimiéndose las expectativas que tenían cifradas los distintos agentes que participan en dicho mercado, el cual viene evidenciando una caída continua de las transacciones bursátiles y cada vez menor liquidez. Esto ha llevado al Gobierno a tomar una serie de medidas correctivas, las cuales, desgraciadamente, no han sido del todo acertadas, ya que se aprecia la falta de medidas más profundas y desreguladoras para potenciar ese mercado.

El patrimonio bursátil de las empresas chilenas en el exterior, se redujo en un 33,5% en los últimos doce meses (ver **CUADRO N° 4**) al caer de US \$ 2.649 millones en Octubre del 2001 a US \$ 1.762 millones en Octubre de este año, según cifras entregadas por la Bolsa Electrónica de Chile. Esto significaría que los inversionistas extranjeros

vendieron acciones chilenas empujados por los hechos descritos más arriba y por la delicada situación económica y política de Argentina y Brasil que afectó no sólo a Chile, sino a toda América Latina. También influyeron en esta situación la caída del precio del dólar y las fusiones de los bancos Chile y Edwards y del Santander con el Santiago. En este proceso de liquidación, los inversionistas extranjeros vendieron lo que pudieron hasta que llegaron a un nivel en que no pudieron seguir haciéndolo, por cuanto las acciones chilenas restantes entraron en un proceso de iliquidez. Esto querría decir que los inversionistas extranjeros no quieren tener inversiones en América Latina, castigando a Chile con esta actitud, lo que resulta preocupante, por cuanto Chile ha hecho esfuerzos notables por ordenar su economía y por compartir, conjuntamente con México, la condición de ser los únicos países latinoamericanos catalogados con grado de inversión, es decir, recomendables para hacer inversiones con poco riesgo.

También los inversionistas chilenos que han acumulado inversiones en Argentina y Brasil, por alrededor de US \$ 25.000 millones, desde comienzos de la década de los 90, han visto muy castigados sus intereses en esos países.

La bolsa chilena, a pesar de gozar de una prima frente a las bolsas latinoamericanas vecinas, presenta el inconveniente de poseer muy pocas acciones con gran volumen de negociación, lo que ha hecho que estas acciones sean caras aún en los períodos de baja del mercado accionario local. Esto se ha visto agudizado por las compras directas hechas por inversionistas extranjeros de grandes participaciones en las empresas tradicionales del país. Ahora, que muchos de estos inversionistas están ansiosos por recaudar efectivo, los inversionistas podrían esperar que se produzcan algunas ventas en el mercado. En los tiempos inmediatos por venir, se podría empezar a apreciar el fenómeno de la rechilenización de muchas acciones nacionales, lo que podría dar un mayor grado de liquidez al mercado accionario local. Es probable que Chile tenga que hacer un gran esfuerzo por generar proyectos de inversión atractivos que amplíen el mercado de valores local, además de tratar de montar una plataforma financiera en el país para apoyar los proyectos de inversión de las naciones vecinas, las cuales van a demandar importantes flujos de capitales para recuperarse de los estragos producidos por las sucesivas crisis económico-financieras.

Año	PIB Total	Variación porcentual respecto a igual período año anterior	PIB Desestacionalizado (2) (3)
1986	3.419.209		
1987	3.466.681	6,6	3.646.968
1988	3.911.154	7,3	3.913.742
1989	4.324.181	10,6	4.326.460
1990	4.484.071	3,7	4.482.879
1991	4.841.447	8	4.843.309
1992	5.435.881	12,3	5.438.588
1993	5.815.646	7	5.817.097
1994	6.147.610	5,7	6.148.848
1995	6.800.952	10,6	6.803.478
1996	7.305.141	7,4	7.305.313
1997	7.845.132	7,4	7.847.492
1998	8.153.011	3,9	8.151.715
1999 (1)	8.059.767	-1,1	8.059.544
2000 (1)	8.493.402	5,4	8.493.697

CUADRO N° 4. Producto Interno Bruto a precios constantes, 1986-2000 (Millones de Pesos de 1986)

Cabe subrayar, sin embargo, que, a pesar de la inestabilidad externa, el “spread” de la primera emisión de bonos soberanos chilenos se situó en su nivel histórico más bajo (140 puntos base sobre los papeles del Tesoro de EE.UU.) a Diciembre del 2002, superando a los bonos soberanos emitidos por los restantes países latinoamericanos, lo que está reflejando la confianza de los inversionistas extranjeros en nuestra economía. Chile en este momento está teniendo acceso a financiamiento externo a costos aceptables, mientras otros países emergentes tienen grandes dificultades para el efecto. Argentina, por ejemplo, ha llegado a un riesgo-país que se empina sobre los 4.000 puntos base. Como **FIG. N°4** se adjunta un cuadro comparativo con los “spreads” de los bonos soberanos latinoamericanos al 14 de Diciembre del 2001, elevándose el “spread” de la primera emisión de bonos chilenos a 152 puntos base, lo que revela que la posición de vanguardia del país se ha mantenido inalterada en el presente año. La baja percepción de riesgo que se tiene sobre Chile, aporta un elemento diferenciador y se convierte en un activo a la hora de atraer inversiones, dándose las condiciones para que el país se convierta en un refugio para los inversionistas latinoamericanos.

Montos Transados y Número de Negocios (mercado accionario)



FIGURA N° 4

En el país no se ha dado mucha importancia a la creación de la banca de inversiones, actividad que aparentemente resulta vital para el desarrollo de los sistemas de underwriting, dejándose este tipo de operaciones en manos de la banca comercial. Esto puede deberse a la necesidad de partir lo antes posible, aprovechando la infraestructura bancaria existente, y a que los bancos comerciales cuentan con equipos de expertos especializados para realizar las funciones de análisis de créditos y del mercado accionario y para asesorar a su clientela sobre el riesgo ofrecido por la volatilidad de los precios de las acciones transadas en el mercado bursátil. A causa de sus tradicionales actividades de otorgamiento de créditos y de transacciones de valores, los bancos chilenos están capacitados para dar consejo en materia de inversiones, prestar servicios de fideicomiso, hacer proyecciones económicas y planear el manejo de compromisos, es decir, están bien equipados para prestar una gama de asesorías que resultan ser muy similares a las que tipifican al área del underwriting. También los bancos comerciales tienen una experiencia de años sobre el comportamiento económico-financiero de las empresas que financian, por lo que saben mejor que nadie cuáles son las empresas que pueden ser favorecidas con operaciones de underwriting sin correr demasiados riesgos.

La expansión de los holdings bancarios a actividades tradicionalmente no bancarias van a mejorar la competitividad de la banca, ya que ello va a significar el acceso a nuevos mercados. La entrada de nuevos competidores en estos mercados va a reducir los niveles de concentración y a bajar las comisiones a clientes y los costos de financiamiento y a incrementar los tipos y la disponibilidad de los servicios bancarios.

La extensión de las funciones de los bancos a negocios no bancarios puede afectar la eficiencia de la banca en sus áreas tradicionales en materia de disponibilidad de capital o de liquidez, por lo cual la autoridad competente deberá elaborar un plan aceptable para elevar el capital de los bancos y dejarlos en condiciones de participar exitosamente en operaciones de underwriting de renta fija y de acciones, sin dañar sus servicios tradicionales.

El Board of Governors of the Federal Reserve System de EE.UU. que funciona en Washington, D.C., ha reconocido en el pasado que la transacción, el corretaje y el

underwriting de acciones es una extensión natural de las actividades manejadas ordinariamente por los bancos, involucrando riesgos y conflictos de intereses que resultan ser manejables si se separan estas actividades de las actividades bancarias tradicionales.

La preocupación del Board en la última década del siglo pasado (ver **CUADRO N° 5**) estuvo centrada en observar qué problemas podía generar la autorización dada a las subsidiarias de underwriting de los bancos para extender sus operaciones de transacción, corretaje y underwriting a papeles comerciales, seguros de vida y otros tipos de seguros y bonos de rentas municipales, operaciones que le estaban vedadas a los bancos de acuerdo a lo dispuesto por la Sección 16 de la Glass-Steagall Act. Tanto es así que se decidió limitar los ingresos por esos conceptos a un máximo del 5% de los ingresos brutos alcanzados por cada subsidiaria de underwriting de los bancos.

El Board también se ha preocupado de establecer limitaciones y exigencias a la organización estructural y operativa de las subsidiarias de underwriting de los bancos, a fin de fomentar su eficiencia y eficacia y de evitar los potenciales conflictos de intereses, las prácticas bancarias no sanas, la competencia desleal, la pérdida de la confianza del público y otros efectos adversos.

Es muy probable que el proceso de modernización del mercado de capitales y de internacionalización de la banca y la celebración de acuerdos de libre comercio y de promoción de inversiones suscritos o por suscribir con diversas naciones y conglomerados de naciones (UE, EE.UU., Corea, etc.), vayan a influir positivamente en el desarrollo de dicho mercado y, consiguientemente, de las operaciones de underwriting, una vez que la economía latinoamericana y mundial alcancen un cierto grado de estabilización.

La estabilidad económica que exhiben Chile y México y que los ha puesto a salvo de las turbulencias económicas que azotan al resto de América Latina, sumada a la expectable ubicación que el país ostenta (el lugar 20 entre 80 países analizados) dentro del Ranking de Competitividad para el Crecimiento elaborado por el Foro Económico Mundial, constituyen un aliciente que seguramente facilitará la venida de capitales al país, el cual podría ser utilizado como puerta de entrada a muchos otros países de la Región.

Otro factor muy favorable es su ubicación de cara al Pacífico, siendo la Cuenca del Pacífico el área geográfica donde se está desarrollando el más importante proceso de intercambio comercial y de flujo de inversiones dentro del mundo. Esta ubicación tan estratégica puede traer muchos beneficios al país, ya que los países sudamericanos atlánticos deberán utilizarlo como corredor para llegar con sus productos a los mercados asiáticos y las empresas asiáticas seguramente van a optar por usar a Chile como centro de operaciones para ingresar al resto de América del Sur.

Distrito de Boston		Melton Bank Corp.	Abr-95
Fleet Financial Group	Oct-88	National City Corp.	Feb-94
Distrito de New York		PNC Bank Corp.	Jul-87
Banco Santander, S.A.	Mar-95	Distrito de Richmond	
The Bank of Nova Scotia	Abr-90	First Union Corp.	Ago-88
Bankers Trust N.Y. Corp.	Abr-87	NationsBank Corp.	May-09
Barclays Bank PLC	Ene-90	Distrito de Atlanta	
Canadian Imperial Bank of Commerce	Ene-90	Barnett Banks, Inc.	Ene-88
Chase Manhattan Corp.	May-87	South trust Corp.	Jul-89
Citicorp	Abr-87	SunTrust Banks, Inc.	Ago-94
Deutsche Bank AG	Dic-92	Synovus Financial Corp.	Sep-91
HSBC Holdings PLC	Feb-96	Distrito de Chicago	
The Long-Term Credit Bank of Japan, Ltd.	May-90	ABN AMRO Bank N.V.	Jun-90
J.P. Morgan & Co.	Abr-87	The Bank of Montreal	May-88
The Royal Bank of Canada	Ene-80	First of America Bank Corp.	Oct-94
Sabot/Republie New York Corp.	Ene-94	First Chicago NBD Corp.	Ago-88
Swiss Bank Corp.	Dic-94	Distrito de Minneapolis	
The Toronto-Dominion Bank	May-90	Norwest Corp.	Dic-89
Distrito de Philadelphia		Distrito de San Francisco	
DuPont Deposit Corp.	Jun-81	BankAmerica Corp.	Mar-92
Distrito de Cleveland		Caltech Kogyo Bank Ltd.	Ene-91
Bank One Corp.	Jul-90	The Sanwa Bank, Ltd.	May-90
Huntington Bancshares, Inc.	Dic-92		
KeyCorp.	Feb-86		

FUENTE : varias publicaciones hechas en el Federal Reserve Bulletin.

CUADRO N° 5

El desarrollo estable del mercado de capitales chileno cuenta con tres factores claves a su favor, cuales son la existencia de una unidad de indexación (la Unidad de Fomento) creíble, la estabilidad macroeconómica del país y la instauración de un sistema privado de pensiones a partir de 1981.

En Chile, el mercado de capitales empieza, hoy, a aparecer como una alternativa viable frente al sector bancario tradicional, gracias a las reformas estructurales que se han implementado. En 1981, los inversionistas institucionales administraban activos financieros por un monto equivalente al 4,7% del PIB, mientras que en el año 2000 esta cifra se elevó al 78,34%. El Banco Mundial señaló, además, que en EE.UU. los activos bancarios representan el 73% del PIB y los no bancarios o bancarios no tradicionales el 144%, en circunstancias que en Brasil esas cifras llegan, respectivamente, al 39% y al 6%, en México al 14% y 9%, en Argentina al 24% y 0% y en Venezuela al 10% y 1%. Chile se ubica por encima de todos los países de América Latina, pero a bastante distancia de EE.UU., con un 55% sobre el PIB en materia de activos bancarios y un 15%

en cuanto a activos no bancarios.

En un país, donde los mercados de valores no han alcanzado todavía su madurez, es muy probable que en muchas operaciones de underwriting no se logre colocar el total de la emisión, quedando muchos proyectos con déficit de financiamiento, lo que podría contribuir al desprestigio del mecanismo del underwriting o a retrasar la normalización de su funcionamiento en el país, fuera de llevar a muchas empresas a operar con grandes dificultades e, incluso, a correr el riesgo de quiebra.

Para evitar este problema y ayudar al pronto desarrollo del mercado de valores, la CORFO podría entrar a participar en las operaciones de underwriting de acciones, fijando prioridades para algunos proyectos que presenten un alto interés nacional y sean de alta rentabilidad, pero que tengan un, más bien, largo proceso de maduración, estableciendo proporciones a tomar de los saldos de las emisiones que queden sin colocar. Estas proporciones, incluso, podrían crecer en la medida que la importancia relativa del saldo no colocado sea menor, a fin de estimular la eficiencia del sistema de underwriters, pudiendo privilegiarse también los niveles de eficiencia que muestre en el mercado cada underwriter (bajas comisiones de colocación, menores plazos de colocación de la emisión, mayores porcentajes de colocación de la emisión, participación en mayor número de proyectos, etc.). En la fase inicial de desarrollo de las operaciones de underwriting, la CORFO podría participar, además, en la adquisición de la emisión no colocada correspondiente a proyectos que no tengan la limitación de tener una lenta maduración.

La compra por parte de CORFO de acciones no colocadas por los underwriters, debiera hacerse a su valor nominal. CORFO debiera liquidar sus acciones dentro de un plazo de 5 a 10 años, según sea el plazo de madurez de los proyectos. Cabría, incluso, la posibilidad de dotar a CORFO con recursos del Banco Mundial o del BID con el fin de fomentar el desarrollo del mercado de capitales y del capitalismo popular en el país. También se podrían obtener recursos para este fin a través de la vía de la privatización de las empresas que aún están en manos del Estado. Finalmente, estaría también la alternativa de que CORFO emitiera bonos a largo plazo con tal propósito.

La CORFO podría cambiar esa imagen estatista con que siempre se la ha rodeado, por una de carácter redistributivo, promoviendo la participación de pequeños inversionistas y fomentando, de paso, el ahorro nacional, al colocar sus acciones en ese estrato a través, por ejemplo, de dar grandes facilidades de pago y fijar una baja tasa de interés en las transferencias accionarias pagaderas a plazo. Las empresas en que le toque participar a CORFO debieran tener como norma general repartir una proporción importante de sus utilidades como dividendos, teniendo cuidado, eso sí, de no comprometer su crecimiento, el cual, por lo demás, siempre se podrá financiar recurriendo a los mercados de capitales, si se trata de empresas administradas en forma sana y eficiente. Esta distribución de dividendos no debiera bajar del 30% sobre las utilidades netas establecido como mínimo en el artículo 79 de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas.

Para no rigidizar excesivamente el sistema, lo que podría comprometer el financiamiento de las empresas, sería de interés crear una especie de asamblea de

accionistas constituida sólo por personas que compraron acciones a CORFO, a objeto de que se pronunciaran sobre la posibilidad de sacrificar sus derechos transitoriamente, permitiendo que se rebajara el porcentaje de utilidades por distribuir.

El fomento del capitalismo popular no debiera significar el otorgamiento de incentivos tributarios diferenciados por sectores, ya que países, como EE.UU., que utilizan mucho la vía no arancelaria para frenar las importaciones desde otros países, podrían considerar tales incentivos como dumping (subsidios a la exportación) para favorecer la exportación de los productos manufacturados por las empresas favorecidas con esas rebajas tributarias.

Los organismos antimonopolios deberán prestar también una creciente atención a que las fusiones de empresas no vayan a desembocar en una profunda cartelización de la economía nacional o a significar que empresas extranjeras hagan competencia desleal para hacer desaparecer a empresas nacionales que ordinariamente han funcionado bien en el mercado.

Es muy probable también que, de acuerdo a las nuevas disposiciones legales, se pueda desviar una mayor proporción de fondos previsionales hacia el desarrollo de proyectos rentables, pero de lenta maduración. No hay que olvidar que las administradoras de fondos previsionales y las compañías de seguros son las principales centros de generación de ahorro a largo plazo en el país.

Los crecientes desarrollos de las tecnologías computacionales y de comunicaciones van a tender también a reducir los costos de operación y a acelerar las operaciones de underwriting, debiendo ponerse en relieve, además, que los dramáticos avances experimentados por el mejoramiento de esas tecnologías han capacitado a los potenciales inversionistas para obtener información financiera confiable directamente, reduciéndose su dependencia de intermediarios como los bancos.

Para permitir el desarrollo del mercado de valores de largo plazo, es necesario no perder de vista lo siguiente:

El imperativo de mantener bajos los índices macroeconómicos, a fin de controlar la inflación y no tener tasas de interés negativas, factores que tienden a desincentivar las inversiones de largo plazo.

Evitar las fuertes fluctuaciones de las tasas de interés de corto plazo, de modo de impedir que el mercado funcione en forma especulativa.

Evitar las prácticas de control artificial del precio de las acciones. Es necesario terminar con la práctica indeseable de establecer diferencias entre los precios de las acciones pertenecientes a los accionistas mayoritarios y minoritarios, ya que ello transforma a muchas empresas en sociedades de baja liquidez y poca presencia en el mercado. Aunque una empresa posea buenos proyectos, no resultará atractiva, mientras no se le asegure a los inversionistas que quieran salirse que podrán vender su participación, obteniendo, al menos, el capital invertido.

Establecer sistemas fluidos de información sobre el mercado bursátil que sean accesibles a todo el público. En los prospectos preparados por las sociedades anónimas abiertas para la colocación de valores, es conveniente incluir un análisis financiero

exhaustivo realizado por auditores externos, donde se comenten la posición financiera y económica de esas empresas, así como sus proyecciones, a fin de fomentar la transparencia y, consiguientemente, el atractivo del mercado.

Hacer un reparto razonable de dividendos, a fin de evitar que se desincentiven los inversionistas y éstos traten de suplir esta falta de incentivos con la promoción de prácticas especulativas dentro del mercado.

Establecer lineamientos de política para promover el aumento del número de emisores y de sociedades intermediadoras dentro del mercado, a objeto de aumentar la competencia.

Los administradores, directores y auditores externos deben responsabilizarse de sus errores de gestión, respondiendo con su propio patrimonio, debiendo contemplarse severas penas para los que sean sorprendidos en prácticas deshonestas que vayan en su beneficio personal y signifiquen un manifiesto perjuicio para los intereses de sus compañías.

Es importante que el porcentaje de acciones de una compañía transadas en el mercado secundario sea lo más alto posible, ya que ello representaría una garantía importante para el inversionista. Las compras de acciones de una empresa transadas en el mercado secundario hechas por los accionistas principales de la misma, debieran ser revisadas y autorizadas por la Superintendencia de Seguros y Valores, a objeto de evitar prácticas indeseables (inducir fuertes bajas artificiales de los precios de las acciones transadas en el mercado secundario, imponer bajos porcentajes de distribución de las utilidades generadas, etc.).

A fin de dar estabilidad a la composición accionaria de las empresas, no debiera permitirse a los accionistas principales de una empresa la compra de acciones de la misma que se transen en el mercado secundario, sin que exista un acuerdo previo de sus respectivos directorios, ya que por esta vía un determinado accionista podría asumir el control de una empresa con perjuicio de otros inversionistas importantes, perjudicando también a los inversionistas secundarios, ya que éstos pueden haber comprado acciones de una empresa atraídos por una particular estructura accionaria que les daba garantías de buen manejo de la misma.

Las sociedades anónimas cerradas debieran tributar a una tasa, correspondiente al impuesto a la renta de Primera Categoría, más alta que la aplicada a las sociedades abiertas, a fin de incentivar la formación del mercado secundario de acciones.

Hay que procurar que el costo financiero del endeudamiento interno se iguale con el externo, de modo de asegurar la competitividad del mercado.

I) Es recomendable crear las condiciones necesarias para que Chile se transforme en plataforma financiera para toda América Latina, incentivando la relación con los organismos reguladores del mercado de capitales y de la banca de la Región, a fin de uniformar criterios y de que se faciliten los controles atingentes.

La Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores contempla algunas disposiciones para mantenerse informada a sí misma y para informar al público en general sobre las acciones que signifiquen la toma de control de una sociedad anónima abierta. En efecto,

el artículo 54 de dicha ley establece que toda persona que, directa o indirectamente, pretenda tomar el control de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, cualquiera sea la forma en que éstas se puedan adquirir, incluso las que puedan adquirirse por suscripción directa o por medio de transacciones privadas, deberá previamente informar de tal hecho al público en general. Esto, sin embargo, es útil sólo para los eventuales nuevos inversionistas, ejerciendo poco efecto sobre los existentes. El artículo 101 de la misma ley resulta ser también interesante, ya que él estipula que las entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, deberán suministrar información a esta Superintendencia y al público en general sobre las operaciones que efectúen con sus empresas relacionadas. La Ley de OPA también establece disposiciones regulatorias en el mismo sentido.

Finalmente, sería interesante investigar los eventuales beneficios que pudiera traer la creación de las acciones al portador, lo cual podría inducir una agilización en las transferencias respecto a lo que ocurre actualmente con las acciones nominativas. Esta posibilidad, sin embargo, trae aparejada una cierta dificultad para controlar la transferencia de las mismas, pero ello se podría salvar con la individualización de las acciones al momento de cobrarse un dividendo y la imposición de la exigencia de presentar la correspondiente factura de compra.

Los organismos encargados de la regulación y control de las operaciones de underwriting deberán estar atentos para ir subsanando ágilmente los inconvenientes que se vayan presentando, introduciendo las correcciones que sean menester, a objeto de ir ajustando su funcionamiento hasta alcanzar el comportamiento ideal a través de un sistema de aproximaciones sucesivas. Asimismo, se deberá seguir enfatizando el manejo equilibrado de las variables económicas, pero sin descuidar la dictación de medidas que tiendan a reactivar una economía que se manifiesta demasiado estática.

BIBLIOGRAFIA

LIBROS DE TEXTO Y PUBLICACIONES NO PERIODICAS

MASNATTA, HÉCTOR. 1961. "El Contrato Atípico". Editorial Abeledo-Perrot. Buenos Aires, Argentina.

PUELMA, ALVARO. 1971. "Estudio Jurídico sobre Operaciones Bancarias". Editorial Jurídica. Santiago, Chile.

LAUNIE, J. J. and FINLEY LEE, J. Junio de 1977. "Principles de Property and Liability. Underwriting". American Institute. USA.

BAUGHN, WILLIAM H. AND WALKER, CHARLES E. 1981. "The Bankers Handbook". Dow Jones-Irwin. Illinois, USA.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS. "Evolución del Mercado de Valores en Chile. Período 1980-1989". Santiago, Chile.

WHITE, JOHN. Junio de 1990. "Mechanics of Underwriting". Practicing Law Institute. USA.

FARINA, JUAN M. 1993. "Contratos Comerciales Modernos". Editorial Astrea. Buenos

Aires, Argentina.

MARTORELL, ERNESTO EDUARDO. 1993. "Tratado de los Contratos de Empresa". Ediciones Depalma. Buenos Aires, Argentina.

BONFANTI, MARIO. 1994. "Contratos Bancarios. Responsabilidad de la Entidad Financiera. Descuento Bancario. Leasing. Factoring. Underwriting. Editorial Abeledo-Perrot. Buenos Aires, Argentina.

BONEO VILLEGAS, EDUARDO Y BARREIRA DELFINO, EDUARDO. 1994. "Contratos Bancarios Modernos: Banca Moderna, Leasing, Factoring, Underwriting". Editorial Abeledo-Perrot. Buenos Aires, Argentina.

TORTORIELLO, ROBERT L. Junio de 1996. "Guide to Bank Underwriting. Dealing and Brokerage Activities". Glasser Legalworks. USA.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS. "El Mercado de Valores Chileno 1996". Santiago de Chile.

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS Y OTROS. 1996. "Internacionalización de la Banca Chilena en Latinoamérica". Colección Economía y Finanzas. Volumen XX.

UNIVERSIDAD ADOLFO IBAÑEZ. ESCUELA DE NEGOCIOS DE VALPARAISO. Diciembre de 1997. "Traspasando las Fronteras. Internacionalización del Sistema Financiero Chileno". Valparaíso, Chile.

TAGLE Q., ARTURO, INGENIERO COMERCIAL DEL DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS. "Los Bancos de Inversiones en un Mercado de Capitales Desarrollado". Santiago de Chile.

HOLTOM, ROBERT B. Enero de 1998. "Underwriting Principles and Practices". National Underwriter Company. Tercera Edición. USA.

SANDOVAL LÓPEZ, RICARDO. 1999. "Nuevas Operaciones Mercantiles". Editorial Jurídica Cono Sur. Santiago de Chile.

THOMAS LIAW, K. 1999. "The Business of Investment Bank". John Wiley & Sons, Inc. New York, Chichester, Weinheim, Singapore and Toronto.

MEZA BARROS, RAMÓN. 2001. "Manual de Derecho Civil. De las Obligaciones". Manual N° 23. Editorial Jurídica de Chile. Santiago de Chile.

MEMORIAS Y TESIS DE GRADO

CABAÑAS CARDEMIL, EDGARDO Y SERRANO TRONCOSO, FERNANDO. 1982. "Underwriting en Chile. Período 1980-81". Memoria para optar al Grado de Licenciado en Ciencias Económicas y a los Títulos de Ingeniero Comercial y Contador Auditor. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile.

ARAYA YEVENES, LUCY Y OTROS. Agosto de 1993. "Base para una Operación de

Underwriting". Seminario para optar al Título de Contador Auditor. Universidad Diego Portales. Santiago de Chile.

URETA I., LUIS FERNANDO. Julio de 1998. "Internacionalización de la Banca. Nuevos Desafíos para los Bancos y los Organismos Supervisores". Tesis para optar al Grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

CUADRA COURT, ENRIQUE. Diciembre de 1999. "El Contrato de Underwriting". Tesis para optar al grado de Magister en Derecho de la Empresa de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile.

ARTICULOS DE PUBLICACIONES PERIODICAS

MORAND VALDIVIESO, LUIS, ABOGADO, PROFESOR UNIVERSITARIO Y DIRECTOR JURIDICO DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS. "Sistema Bancario. Modificaciones Legales, Motivos y Descripción". Revista Abogado de 1997

MORAND VALDIVIESO, LUIS. "Comentarios sobre Modificaciones hechas a la Ley General de Bancos". Informativo Jurídico N° 13 de Marzo de 1998.

ROWLEY, ANTHONY. "The Changing of Merchant". Merchant Banks of May-June 1984.

DASKIN, ALAN J. AND MARQUARDT, JEFFREY C. "The Separation of Banking and the Securities Business". Merchant Banks of May-June 1984.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. "Legal Developments". Federal Reserve Bulletin. Volume 75. Number 3. March 1989. Washington, D.C. USA.

ARTICULOS OBTENIDOS A TRAVES DE INTERNET

BOLSA DE VALORES DE QUITO. "Aspectos Jurídicos del Mercado de Valores". Sitio web: centro de información www.ccbuq.com. Quito. Ecuador.

CASTELLARES AGUILAR, ROLANDO. "Los Contratos Bancarios". Revista Peruana de la Empresa "Contratación". Tomo IV. Número 49. Sitio web: www.asesor.com.pe/teleley. Lima, Perú.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. "Síntesis de Conceptos sobre Underwriting". Boletín Jurídico 1 de 1998. Sitio web: supervalores.gov.co, Bogotá, Colombia.

RODRIGUEZ VARGAS, LUIS RICARDO. 2002. "Naturaleza del Contrato de Underwriting". Apuntes de Derecho. Año 1. Numero 2. Sitio Web: comunidad.

vlex.com/aulavirtual. San José de Costa Rica.

LEYES Y NORMAS OPERACIONALES

Código de Comercio.

Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial el 22 de Octubre de 1981 y modificada posteriormente por el artículo 1° de la Ley 19.705 que fue publicada en el Diario Oficial el 20 de Diciembre del 2000.

Circular N° 670 de la Superintendencia de Valores y Seguros del 17 de Diciembre de 1986, donde se regulan las materias que guardan relación con los derechos preferentes de suscripción de las acciones de pago.

Resolución SIB-OIF-II-3-94 de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, dictando las Normas Regulatorias del Registro de Emisores, Valores, Sociedades de Bolsa, Puestos de Bolsa y Agentes de Bolsa.

Ley General de Bancos. El DFL N° 3 fija el texto refundido, sistematizado y concordado de la Ley General de Bancos y de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y modifica también textos legales que se refieren a bancos y sociedades financieras y a otras empresas fiscalizadas por esa Superintendencia, siendo publicado en el Diario Oficial con fecha 19 de Diciembre de 1997.

El Capítulo 2-1 sobre Captaciones e Intermediación que forma parte de la Recopilación Actualizada de Normas aplicables a Bancos y Financieras hecha por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

El Capítulo 10-2 sobre Colocación de Acciones de Primera Emisión por Cuenta de Terceros que forma parte de la Recopilación Actualizada de Normas aplicables a Bancos y Financieras hecha por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

BOVENZI, JOHN F. AND FEINBERG, LYNN. "Issues Concerning Commercial Bank Participation in Selected Securities Activities". Issues in Bank Regulation. Volume 6. Number 1. USA

ARTICULOS DE PRENSA

Gobierno repondrá indicaciones sobre nuevos negocios de la banca. Estrategia del 19 de Marzo de 1997. Santiago, Chile.

Gobierno estudia flexibilizar negocios internos de la banca. Estrategia del 1° de Abril de 1997. Santiago, Chile.

-
- Gobierno y Oposición acuerdan ampliar Nuevos Negocios Bancarios. Estrategia del 2 de Abril de 1997. Santiago, Chile.
- El Underwriting, uno de los nuevos negocios de la banca. Estrategia del 8 de Abril de 1997. Santiago, Chile.
- Nueva Ley de Bancos. Los puntos de controversia. Estrategia del 24 de Junio de 1997. Santiago, Chile.
- Aprobada apertura de licencias bancarias. Estrategia del 10 de Julio de 1997. Santiago, Chile.
- Bancos podrán hacer operaciones de underwriters hasta por US\$ 2.500 millones. Estrategia del 17 de Marzo de 1998. Santiago, Chile.
- Nuevas OPA y un mayor clima de confianza impulsaron a la bolsa. Estrategia del 1 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Hace diez años Santiago pudo ser un centro financiero. Estrategia del 4 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- GOLDFARB, ENRIQUE. "El último cierra la puerta". Estrategia del 5 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Chile no debe convertirse en un país de inversionistas acreedores. Estrategia del 6 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Inminente promulgación del proyecto de OPA. Estrategia del 7 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Los grandes actores de la bolsa que las OPA se llevaron. Estrategia del 11 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Hoy concluye revisión constitucional del proyecto de Ley de OPA. Estrategia del 13 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Código de Buenas Prácticas atraerá inversión extranjera. Estrategia del 13 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Código de Buenas Prácticas y Ley de OPA disminuyen tasas de descuento de Chile. Estrategia del 14 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- GOLDFARB, ENRIQUE. "Para reencantar la bolsa". Estrategia del 19 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Gobierno promulgó Ley de OPA. Estrategia del 20 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Ley de OPA reactivará la inversión extranjera. Estrategia del 21 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- El rol protagónico que otorga la Ley de OPA a los minoritarios. Estrategia del 22 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Beneficios para los minoritarios. Estrategia del 22 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- Ley de OPA: El regalo de navidad que el mercado de valores esperaba. Estrategia del 26 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.
- La bolsa continuó cuesta abajo en la rodada. Estrategia del 26 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.

Los nuevos requerimientos de información para las empresas. Estrategia del 28 de Diciembre del 2000. Santiago, Chile.

Las esperanzas bursátiles quedaron postergadas. Estrategia del 2 de Enero del 2000. Santiago, Chile.

Las exigencias de la Ley de OPA en la apertura de sociedades anónimas. Estrategia del 4 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

La creciente fuga de empresas de la bolsa. Estrategia del 8 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

SVS dictó normas que regulan cambios de control vía OPA. Estrategia del 8 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

Gobierno estudia incentivos tributarios. Estrategia del 19 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

El nuevo esquema para el mercado de valores. Estrategia del 22 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

Los primeros efectos de la Ley de OPA. Estrategia del 22 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

Aumentan exigencias para ser intermediario de valores. Estrategia del 23 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

Ley de OPA incentiva un mayor nivel de concentración accionaria. Estrategia del 24 de Enero del 2001. Santiago, Chile.

Las 10 fórmulas para reflotar la bolsa. Estrategia del 26 de Febrero del 2001. Santiago, Chile.

Mercado local queda en igualdad de condiciones con las bolsas del mundo. Estrategia del 20 de Abril del 2001. Santiago, Chile.

Hacienda anunció quince medidas para impulsar el mercado de capitales. Estrategia del 20 de Abril del 2001. Santiago, Chile.

REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALS. Informe Especial del Diario Estrategia. Estrategia del 23 de Abril del 2001. Santiago, Chile.

Reformas encaminan al mercado accionario hacia un esquema Off Shore. Estrategia del 14 de Mayo del 2001. Santiago, Chile.

El nuevo rostro del mercado de capitales. Estrategia del 21 de Mayo del 2001. Santiago, Chile.

El amplio alcance de las reformas al mercado de capitales. Estrategia del 4 de Junio del 2001. Santiago, Chile.

Las propuestas para potenciar la reforma al mercado de capitales. Estrategia del 25 de Junio del 2001. Santiago, Chile.

Los proyectos fracasados de la bolsa que podrían revivir. Estrategia del 13 de Agosto del 2001. Santiago, Chile.

El nuevo rostro del sistema financiero. Estrategia del 10 de Septiembre del 2001. Santiago, Chile.

El mercado de capitales que nace esta semana. Estrategia del 5 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.

-
- Comenzó a regir el nuevo mercado de capitales. Estrategia del 7 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.
- Alcances de las reformas institucional y tributaria. Estrategia del 7 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.
- Reforma pretende masificar ahorro previsional voluntario. Estrategia del 8 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.
- La masificación del ahorro voluntario. Estrategia del 12 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.
- Impacto de la reforma en los distintos sectores económicos. Estrategia del 12 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.
- Reforma devolvió confianza a la Bolsa. Estrategia del 12 de Noviembre del 2001. Santiago, Chile.
- Aciertos y desaciertos de las autoridades económicas. Estrategia del 17 de Diciembre del 2001. Santiago, Chile.
- Sistema previsional. Hacia una mayor libertad de inversión: Multifondos: cinco caminos para construir su futuro. El Mercurio, Enfoques de Economía y Negocios, D-8. 3 de Agosto de 2002. Santiago, Chile.
- Iniciativa legal: Críticas a la plataforma de inversiones. El Mercurio, Economía y Negocios, B-7. 6 de Agosto de 2002. Santiago, Chile.
- Proyecto de plataforma no les sirve a extranjeros ya en Chile. El Mercurio, Economía y Negocios, B-1 y B-3. 23 de Agosto de 2002. Santiago, Chile.
- Mercados: ¿Ha dejado la Bolsa de EE.UU. de ser un imán para las empresas extranjeras? Suplemento The Wall Street Journal Americas de Economía y Negocios, El Mercurio, B-9. 12 de Noviembre de 2002. Santiago, Chile.
- Ranking de competitividad: Lo bueno y lo malo en la competitividad nacional. El Mercurio, Economía y Negocios, B-1. 13 de Noviembre de 2002. Santiago, Chile.
- Mercados Emergentes: Chile, listo para experimentar un auge en su alicaída bolsa. Suplemento The Wall Street Journal Americas de Economía y Negocios, El Mercurio, B-9. 19 de Noviembre de 2002. Santiago, Chile.
- Superintendente de valores y seguros, Alvaro Clarke, y el mercado de capitales: Bolsas, seguros y corredores incluidos en segunda reforma. El Mercurio, Economía y Negocios, B-1. 3 de Diciembre de 2002. Santiago, Chile.
- Estados Unidos: Ex director de la bolsa controlará las operaciones bursátiles desde la SEC. El Mercurio, Economía y Negocios, B-7. 11 de Diciembre de 2002. Santiago, Chile.
- Mercado europeo: Banco de Chile ingresa hoy a Bolsa de Londres. El Mercurio, Economía y Negocios, B-1. 20 de Diciembre de 2002. Santiago, Chile.
- Atracción de capitales extranjeros: Las siete razones que dará Lagos a las transnacionales para invertir en Chile. El Mercurio, Empresas y Negocios, B-4. 2 de Enero del 2002. Santiago, Chile.