

**UNIVERSIDAD DE CHILE**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESCUELA DE SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y AUDITORIA**

**“Reforma al Mercado de Capitales II  
Proyecto de Ley: Descripción y Análisis”**

**SEMINARIO PARA OPTAR AL TITULO DE INGENIERO EN  
INFORMACIÓN Y CONTROL DE GESTIÓN.**

**AUTORES: MARIELA CARVAJAL GALLARDO.  
GERARDO FAJARDO ESTAY.  
DINELLI VILLAR WYSS.**

**DIRECTOR: SR. MARIO MORALES PARRAGUÉ.**

**OTOÑO – 2004**

## **AGRADECIMIENTOS**

Es tiempo de agradecer a quienes se han esforzado y trabajado a la par con nosotros, desde el silencio, el respeto y la aceptación. En especial a cada una de nuestras familias, por haber estado siempre dándonos constante apoyo, acompañándonos, animándonos y por sobre todo creer en lo que hacemos.

Al Profesor Mario Morales Parragué por ser nuestro guía y apoyarnos en sus aportes siempre necesarios.

“El futuro pertenece a aquellos que creen en la belleza de sus sueños”

Eleonor Roosevelt.

Mariela Carvajal Gallardo.

Gerardo Fajado Estay.

Dinelli Villar Wyss.

## **RESUMEN EJECUTIVO**

La Reforma al Mercado de Capitales II, proyecto de ley, planteada por el gobierno tiene como objetivo fundamental proponer una serie de iniciativas legales y normativas, tendientes a desarrollar la industria de capital de riesgo, incrementar la competitividad de los mercados y fortalecer la capacidad de regulación, a objeto de evitar situaciones que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero chileno. Asimismo el proyecto de ley presenta seis objetivos específicos: incentivar el desarrollo de la industria de capital de riesgo, reducir los costos de transacción y contratación comercial sofisticada, profundizar las reformas de perfeccionamiento de los gobiernos corporativos, fortalecer los mecanismos de ahorro previsional voluntario, fortalecer los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación, y actualizar los textos legales correspondientes para dar cumplimiento a lo anterior propuesto.

La metodología utilizada se basa en describir las modificaciones que propone el proyecto y realizar un análisis crítico en base a los objetivos planteados en esta iniciativa, analizando alcances y posibles situaciones que se generarán una vez aprobada esta segunda reforma. La investigación en este sentido está orientada en la recopilación de experiencias internacionales en estas materias, realizando posibles proyecciones de los potenciales impactos que una reforma de estas características trae al país. Finalmente, se entrega una opinión fundada, en todos los aspectos analizados anteriormente, respecto de la viabilidad del cumplimiento de estos objetivos, y de todos aquellos mecanismos involucrados en la misma.

Muchas de las conclusiones presentadas en la investigación no se establecen de manera empírica, sino que habrá que esperar algún tiempo para revisar con datos reales el verdadero alcance de las afirmaciones aquí descritas, no obstante, estas bases siembran un

precedente en el análisis futuro de los efectos buscados con la nueva reforma, en caso de ser aprobada.

Si bien Chile posee una economía pequeña, toda iniciativa en el sentido de modernizar el mercado de capitales, debe ser tomada con las debidas precauciones. Evidentemente implica ciertos riesgos. El papel de los analistas financieros será tratar de anticipar los efectos, positivos o negativos con la mayor objetividad posible. Lo anterior pretende también ser uno de los objetivos de este trabajo.

# INTRODUCCIÓN

Los avances observados en los últimos treinta años en el Mercado de Capitales, han permitido situar al país a la cabeza de la región, convirtiéndose en uno de los más evolucionados de Latinoamérica, alcanzando en alguna medida a los países emergentes en esta materia. A su vez, las reformas que se han promulgado en Chile han ayudado de alguna manera a alcanzar el potencial de progreso evidenciado en economías más desarrolladas.

Las reformas al mercado de capitales, llevadas a cabo durante los últimos años, se han enfocado principalmente a mejorar los mecanismos de canalización del ahorro e inversión, a través de inversionistas institucionales y empresas con historia. Ello se ha buscado mediante la flexibilización y modernización de diversos cuerpos legales, para facilitar emisiones de capital y el financiamiento de proyectos de inversión. Sin embargo, desde aquellas iniciativas que finalmente se plasmaron en leyes, tales como la Ley N° 19.705, que regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS), estableciendo un régimen de Gobiernos Corporativos, para que las decisiones en las empresas sean tomadas por varios tipos de comités distintos; otorgando asimismo protección a los derechos de los accionistas minoritarios para evitar la desigualdad de los derechos en cuanto a la toma de decisiones, y la Primera Reforma al Mercado de Capitales, la que se centró en promover y fomentar el ahorro nacional e impulsar el desarrollo y la competencia del mercado financiero, no dejaron satisfecho por completo la necesidad de los diversos actores del mercado en estas materias. Además, muchas fuentes históricas, legales y económicas han hecho evidente la necesidad de dar un paso más en la proyección del desarrollo económico y comercial de Chile, así como en profundizar ciertas mejoras iniciadas por proyectos anteriores. Por lo anterior, el proyecto de ley de Reforma al Mercado de Capitales II, pretende hacer posible este desarrollo económico a través de que proyectos emergentes impulsados por empresarios innovadores, tengan acceso a financiamiento de un modo más económico y eficiente.

La Segunda Reforma al Mercado de Capitales tiene como objetivo general proponer una serie de iniciativas legales y normativas, tendientes a desarrollar la industria de capital

de riesgo, incrementar la competitividad de los mercados y fortalecer la capacidad de regulación, a objeto de evitar situaciones que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero chileno. El apoyo a estos proyectos, que son la base de la voluntad del emprendimiento privado y un motor para el futuro crecimiento y desarrollo de la economía nacional, constituye la esencia de esta iniciativa, logrando incrementar la competitividad de los mercados, y a su vez fortaleciendo la capacidad regulatoria de los mismos.

De esta manera, se busca generar las condiciones de mercado, de manera que las buenas ideas puedan acceder crecientemente a un adecuado financiamiento en el mercado local. En otras palabras, el eje central de la reforma se basa en lograr el crecimiento económico fomentando el desarrollo del capital de riesgo en el país, como vía principal para este objetivo, complementándolo con los aspectos incluidos en esta reforma.

Este proyecto de ley contiene seis objetivos específicos: 1) incentivar el desarrollo de la industria de capital de riesgo, buscando incentivos para el nacimiento de empresas emergentes, potenciando a su vez el crecimiento y desarrollo económico nacional. Es importante que Chile fomente la innovación porque de ella se desprende todo el desarrollo, y elimina la debilidad de la inexistencia de capitales iniciales para llevar a cabo estos proyectos. Lo anterior se logrará fomentando las inversiones institucionales a través de garantías para fondos de inversión para capital de riesgo, financiamiento a nuevos proyectos e incentivos tributarios. En cuanto al fomento, papel preponderante ocupa las garantías para fondos de inversión, ya que estas serán avaladas por el Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo (FOMIN), en base a la deuda que se emita desde los fondos de inversión elegibles. En cuanto a los incentivos tributarios, la exención a las ganancias de capitales es el aspecto más relevante, buscando promover la inversión en capital de riesgo, aumentando el retorno de estas inversiones al existir una franquicia tributaria. Esta liberación de impuesto beneficiaría a los accionistas y a los partícipes de los fondos de inversión. Otro aspecto a destacar es la tributación por cambios de posición entre fondos con administrador común, el traspaso de rentas exentas y tratamiento tributario y de beneficios por parte de los fondos mutuos. 2) reducir los costos de transacción y contratación comercial sofisticada, buscando el fortalecimiento de la industria y el financiamiento de capital de riesgo. Lo precedente se fortalece minimizando

la carencia que existe en materia de estructura social flexible y modelos legales adecuados, a través de la creación de dos nuevos ejes: la organización societaria y la Ley de Prendas. La estructura social flexible, es decir, la Sociedad de Responsabilidad Limitada por Acciones, es necesaria, ya que se transforma en un vehículo que permite tanto separar roles como derechos de los distintos participantes, clarificando a través de los estatutos la participación de los intereses de cada socio en cuanto a distribución de capital, estructura administrativa, y rol de las juntas de accionistas, permitiendo con esto la disminución de los costos de entrada a este tipo de organización, fomentando la inversión y el desarrollo de la industria. Por otra parte, la nueva Ley de Prendas sin desplazamiento y la creación de un registro único de prendas, permitirá la reducción de los costos de financiamiento de quienes usan o potencialmente puedan acceder al crédito prendario. Esto se torna sumamente útil para las empresas medianas y pequeñas, las que presentan grandes dificultades en la obtención de capital para desarrollar sus actividades, vislumbrando en esta nueva ley, una oportunidad de acceso al crédito más expedita. 3) profundizar las reformas de perfeccionamiento de los gobiernos corporativos, logrando la transparencia en las decisiones emanadas desde los directorios al disminuir las asimetrías de información, mejorando los canales de comunicación para efectos de votación o envío de información necesaria para los accionistas, lo que permite acercar a Chile a niveles internacionales en cuanto a funcionamiento de gobiernos corporativos. El proyecto de ley facultará la autorización de votación a distancia, el envío electrónico de información, perfección de los derechos de los accionistas en cuanto a la participación de las decisiones en el directorio, entre otros. 4) fortalecer los mecanismos de ahorro previsional voluntario, el cual introducirá el Ahorro Previsional Voluntario Colectivo, en los cuales el empleador puede realizar aportes complementarios al ahorro voluntario de sus trabajadores, obteniendo un importante beneficio tributario. También la desmaterialización de bonos de reconocimiento permitirá la disminución de los riegos y costos asociados al manejo de emisiones físicas, a través de un registro electrónico llevado por el Depósito Central de Valores. Otro aspecto importante será la corrección de la inequidad tributaria que permite a las Administradoras de Fondos de Pensiones ser los únicos oferentes de programas de ahorro previsional voluntario exento del pago del impuesto al valor agregado. 5) fortalecer los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación, a través de cinco aspectos

fundamentales: estándares de operación en el mercado de valores, clasificación a la entrada, facultades a los superintendentes para enfrentar situaciones de crisis, supervisión coordinada, coordinación entre autoridades reguladoras y supervisoras. Los estándares de operación de mercado de valores están orientados en mantener un control aceptable de los riesgos operacionales en el mercado de capitales. La transparencia también se ve reforzada al transar instrumentos de alto valor de manera electrónica o inmaterial, además al elevar los estándares de operación se realzan los requerimientos mínimos de capital para los intermediarios financieros, y se perfeccionan asimismo los mecanismos internos de las bolsas. La calificación a la entrada se refiere a que serán las entidades reguladoras las que decidirán la entrada o no de un nuevo partícipe al sistema. La relevancia de la facultad que tienen los superintendentes para enfrentar situaciones de crisis se refuerza a través de la ampliación de las facultades fiscalizadoras de la Superintendencia de Valores y Seguros, de la Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. La supervisión coordinada se acrecienta mediante el uso de información común para medir, por ejemplo, la fortaleza patrimonial de los accionistas principales y la inspección de actividades dentro de las filiales bancarias. Paralelamente la coordinación entre entidades reguladoras y supervisoras, se profundiza a través de la creación de los llamados Comité de Superintendentes, Comité de Mercado de Capitales y Comité de Estabilidad Financiera. 6) actualizar textos legales, con el fin de cumplir con los objetivos antes propuestos. Los cuerpos legales a modificar son: Ley sobre Impuesto a la Renta (Decreto Ley N° 824 de 1974), Ley sobre Impuesto de Timbres y Estampillas (Decreto Ley N° 3.475 de 1980), Ley General de Bancos (Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997), Ley sobre Compañías de Seguros (Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931), Ley sobre el Nuevo Sistema de Pensiones (Decreto Ley N° 3.500 de 1980), Ley sobre Mercado de Valores (Ley N° 18.045), Ley sobre Sociedades Anónimas (Ley N° 18.046), Ley sobre Fondos de Inversión (Ley N° 18.815), Ley sobre la Superintendencia de Valores y Seguros (Decreto Ley N° 3.538), Ley sobre Depósito y Custodia de Valores (Ley N° 18.876), Ley sobre Fondos Mutuos (Decreto Ley N° 1.328), Ley sobre Fondos para la Vivienda (Ley N° 19.281), Código Civil y Ley de Quiebras (Ley N° 18.175). Además se crean la nueva Ley de Prendas sin Desplazamiento y el Registro Único de Prendas.



Esta investigación se realiza en base a dos objetivos fundamentales. El primero es describir las modificaciones que propone el proyecto. Para lo anterior se revisa el proyecto de ley recurriendo a las fuentes idóneas, tales como el Ministerio de Hacienda, Ministerio de Economía, Cámaras Legislativas y otras entidades que guíen el trabajo en este sentido. El segundo objetivo consta de un análisis crítico en base a los objetivos planteados en este proyecto de ley, analizando alcances y posibles situaciones que se generarán una vez aprobada esta segunda reforma. La investigación en este sentido está orientada a la recopilación de experiencias internacionales en estas materias, para realizar posibles proyecciones de los potenciales impactos que una reforma de estas características trae al país. Finalmente, se entrega una opinión fundada, en todos los aspectos analizados anteriormente, respecto de la viabilidad del cumplimiento de estos objetivos, y de todos aquellos mecanismos involucrados en la misma. Sin embargo, un análisis ex-ante indica que el mayor impacto será la inyección en el desarrollo económico de la economía chilena basado en el fortalecimiento del mercado de capital de riesgo, y complementado con otras series de medidas que más adelante se explican.

El contenido de este trabajo se basa en el proyecto de ley original y se divide en cinco capítulos, el primero presenta una reseña histórica de los acontecimientos más relevantes del mercado de capitales chileno, describiendo su desarrollo y principales reformas. Esta reseña comprende el período entre los años 1974 y 2003, dividido a su vez en tres etapas: “Comienzo del actual Mercado de Capitales” (1974 – 1983), “Avances en el desarrollo del Mercado de Capitales”, (1984 – 1993), y el tercero denominado “Situación actual del Mercado de Capitales” (1994 – 2003).

El capítulo dos presenta los tres aspectos pendientes de aprobación de la Reforma al Mercado de Capitales I. Ellos son los Multifondos de Pensiones, cuyo objetivo es ampliar de dos a cinco los fondos de Ahorro Previsional, el Activo Contable Depurado, cuya eliminación tendría un impacto positivo al permitir un manejo más fluido de las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Bolsa de Productos Agrícolas, cuya finalidad será regular el establecimiento de la Bolsa de Productos Agropecuarios. Se realiza una descripción más detallada de estos aspectos y se analiza brevemente, el impacto que han tenido en el desarrollo del mercado de capitales.

En el capítulo tres se realiza una descripción en detalle del proyecto de ley y sus objetivos a alcanzar, que incluye los cuerpos legales pendientes de modificar. Se introduce formalmente el proyecto de ley en base a la información recopilada de los diversos sectores involucrados en la redacción de la misma. La tarea más compleja ha sido lograr enlazar los catorce cuerpos legales a modificar con los seis objetivos antes señalados, para lograr una descripción acertada de esta propuesta.

Posteriormente el capítulo cuatro se concentra en un análisis crítico de cada uno de los objetivos de este proyecto, abarcando las implicancias futuras esperadas, y considerando factores tales como estructura de mercado de capitales chileno, experiencias internacionales y opiniones de los diversos agentes involucrados. La opinión que se entrega se basa en todos los análisis anteriormente descritos, y trata por ende de anticipar el resultado esperado de los potenciales impactos que la nueva reforma trae al mercado de capitales.

Por último, en el capítulo cinco se señalan las conclusiones generales del seminario.

# CAPÍTULO I

## CONTEXTO HISTÓRICO

El Mercado de Capitales es un conjunto de mercados formales<sup>1</sup> e informales<sup>2</sup> constituido por instituciones e instrumentos de financiamiento e inversión. En otras palabras se puede entender por mercado de capitales aquel en que empresas e instituciones públicas van a buscar dinero con el cual financiarse a largo plazo, existiendo transferencia de recursos desde aquellos agentes económicos que tienen superávit de recursos financieros, hacia aquellos que necesitan cubrir déficit de estos.

Un mercado de capitales eficiente permite una adecuada asignación desde los recursos destinados al ahorro hacia proyectos de inversión, que en definitiva, permiten una mayor acumulación de capital y por tanto mayores niveles de crecimiento potencial y mayor capacidad de creación de empleo. Un mercado de capitales eficiente debe poseer al menos las siguientes características:

- Debe ser capaz de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el traslado de capitales, a fin de incentivar el ahorro interno.
- Ser fuente de capital para aquellas empresas que deseen incrementar el mismo.
- Debe brindar facilidad y los medios necesarios a objeto de permitir la entrada y la salida del capital, cuando el inversionista así lo desee.
- Debe contar con mecanismos óptimos a fin de otorgar la seguridad, el control y la fiscalización necesaria para el resguardo del patrimonio de los inversionistas.

---

<sup>1</sup>Se denomina Mercado Formal al conjunto de organismos que se han especializado en operaciones de crédito, como también a las personas naturales o jurídicas que realizan frecuentes operaciones financieras, haciendo de estas transacciones su negocio habitual.

<sup>2</sup>Asimismo, Mercado Informal es aquel constituido por organismos que realizan operaciones de carácter financiero, ejecutando estas transacciones de manera esporádica.

- Debe contar con los mecanismos y operatividad necesaria, ajustada a estándares internacionales, tales como aquellos ofrecidos por mercados más desarrollados con el fin de competir en los mejores términos internacionales.

El Mercado de Capitales en Chile ha tenido una paulatina evolución, la cual se ha realizado a través de un continuo proceso de reformas. Si bien este crecimiento ha sido lento, la contribución de estas modificaciones permite que el país se torne más eficiente y competitivo.

En esta sección se realiza una breve descripción de los sucesos más relevantes del mercado de capitales chileno. Se distinguen tres períodos en estos últimos treinta años, que marcan claramente la evolución de este segmento a partir de 1973, año en que comienzan a delinearse las nuevas políticas para generar el nuevo modelo económico. A continuación se desarrollan los tres períodos más relevantes.

### **1.1 Comienzo del actual Mercado de Capitales: Período 1974 – 1983.**

Debido a la fuerte contracción económica que vivió el país a contar de 1971, el gobierno militar propuso una serie de cambios en la política económica del país, uno de ellos, fue la liberación de las tasas de interés en el año 1974, que produjo un impacto social y económico inmediato. Uno de los efectos buscados con la iniciativa anterior era descomprimir el mercado financiero, intentando afianzar, tanto los mercados locales, como el comercio exterior, a través de recursos frescos. A pesar de haber logrado ciertos avances en esta materia, el efecto opuesto fue la quiebra de una serie de instituciones financieras. Sin duda, el mercado chileno, acostumbrado a tasas de interés estatizadas, tuvo que adaptarse rápidamente a estas nuevas políticas, y aquellas instituciones que no lo hicieron simplemente desaparecieron del medio local.

Otro aspecto relevante para la apertura al exterior, fue la creación del Marco Regulatorio de la Inversión Extranjera DL. N° 600 en el año 1975. Esta iniciativa procuró convertirse en un trampolín para la reactivación económica, atrayendo grandes capitales extranjeros de inversión, asegurando, a su vez, retornos estables y protecciones para los recursos de los inversionistas foráneos.

En el orden interno, la creación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Ley Orgánica del Banco Central, ambos en el año 1975, fueron las primeras señales de la liberalización económica que estaba en marcha en el país. La SBIF busco determinar criterios mínimos para la creación o entrada al mercado de capitales de este tipo de instituciones, fomentar un marco regulatorio adecuado al nuevo modelo económico y asegurar una estabilidad en la circulación de los recursos financieros.

Paralelamente entre los años 1974-1981 se llevó a cabo el primer periodo de privatizaciones, cuyo objetivo era entregar a privados el control de empresas estatales. Esta medida fue el primer paso para la profesionalización de la gestión de las empresas y por otra parte, el Estado vio una liberalización de recursos que fueron destinados a apalejar dificultades más inmediatas. Otro de los objetivos buscados con esta medida, fue reducir los costos de transición de las reformas económicas, asegurando un apoyo por parte de los sectores privados nacionales y extranjeros.

Otro hecho importante que conviene señalar fue la creación de las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos, la Superintendencia de Valores y Seguros y la Superintendencia de Agencias de Fondos de Pensión, 1976 y 1980 respectivamente. El resultado inmediato del trabajo mancomunado de estas organizaciones desembocó en una serie de normativas, entre las que destacan la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas, creadas en el año 1981.

A pesar de todos lo esfuerzos por otorgar la estabilidad económica al país a través del nuevo modelo, la crisis financiera se hizo inevitable a mediados de 1981, gatillada por el alza en las tasas de interés internacionales, el aumento del tipo de cambio y un significativo incremento del déficit en la cuenta corriente. La recesión económica golpeó a Chile con toda su fuerza desde mediados de 1981. Muchos culparon, también, a la débil legislación

bancaria imperante. Si bien la crisis sacudió los cimientos mismos del sistema financiero, no frenó el desarrollo del mercado de capitales. Este período de crisis comenzó a declinar a mediados de 1984.

## **1.2 Desarrollo del Mercado de Capitales: Período 1984 – 1993.**

Ya vislumbrada la cesación de la crisis, el gobierno propuso una serie de cambios en el sistema financiero, estableciendo mejores condiciones para un mercado más desarrollado. Este comenzó con el segundo período de privatizaciones, entre los años 1985-1989, y el acceso al mercado accionario por parte de las AFPs, vía privatizaciones, 1985. Lo anterior multiplicó las oportunidades de inversión del sector privado.

Además en este período se crea la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) en el año 1985, con el objeto de clasificar los instrumentos de deuda y aprobar los instrumentos de capital susceptibles de ser adquiridos con los recursos de los fondos de pensiones. Se suma a lo anterior la promulgación de la nueva Ley General de Bancos en 1986, que introdujo modificaciones a la legislación bancaria y otras disposiciones legales, estableciendo normas sobre otorgamiento de licencias y autorización de participaciones significativas, en la actividad bancaria. En términos generales, el proyecto aprobado significaba una definición más amplia de las operaciones permitidas a los bancos, a la vez que otorga facultades a la Superintendencia para una adecuada supervisión preventiva de las mismas, de modo que las nuevas actividades autorizadas se desarrollen con los debidos resguardos.

En 1987 se modificó la Ley de Seguros y la Ley de Mercado de Valores, y además nace una Ley que establece la obligatoriedad de la clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública, emergiendo con ello las empresas clasificadoras de riesgo, elemento muy importante para el buen funcionamiento y transparencia del mercado de capitales.

Otro aspecto relevante que permitió proyectar favorablemente el futuro del sector, es la creación de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) y la Ley de Fondos de Inversión, formando un portafolio más atractivo a inversionistas nacionales y extranjeros, haciendo con ello un mercado más competitivo. Ambos fondos fueron impulsados en el año 1989.

Paralelamente en el año 1990, se inicia el Tercer Período de Privatizaciones, focalizada a la infraestructura y a las empresas sanitarias en poder del Estado. Este período de privatizaciones finaliza en el año 2003.

La custodia y protección de valores transados en bolsa se perfecciona a través de la creación del Depósito Central de Valores, ocurrida en el año 1993, al finalizar este período.

### **1.3 Situación actual del Mercado de Capitales: Período 1994 – 2003.**

En 1994 se modernizó aún más el mercado financiero a través de la creación de diversos organismos, perfeccionamiento de normativas y elaboración de leyes. Destaca el nacimiento del Comité de Mercado de Capitales, integrado por la Superintendencia de AFP, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. La función de este comité es confeccionar normas, reglamentos, circulares y oficios, colaborando en el desarrollo del mercado de capitales.

En 1995 se legisla una solución a la deuda subordinada, que mantenían la mayoría de las instituciones bancarias con el Banco Central, debido a la crisis bancaria en 1981.

La promulgación de la nueva Ley General de Bancos en 1997, permitió la internalización<sup>3</sup> de la banca y la implementación de nuevos negocios, tales como,

---

<sup>3</sup> Instalar fuera de Chile filiales aprobadas domésticamente.

factoring<sup>4</sup>, securitización<sup>5</sup>, administración de fondos de capital extranjero, corretaje de seguros, custodia y transporte de valores, cobranzas, y servicios financieros a AFP, entre otros. Además en el año 1999 se eliminan las restricciones a la entrada de capitales extranjeros, lo que sin duda trae un mayor ingreso de divisas y fue un reactivador de la inversión y desarrollo del país.

En este período ocurren dos hechos muy relevantes para el futuro del mercado de capitales chileno. Uno de ellos fue la promulgación de la Ley de Opas, ocurrida en el año 2000, norma legal destinada a mejorar la regulación de los llamados “gobiernos corporativos”, equiparando los derechos de los accionistas minoritarios con los mayoritarios en las sociedades anónimas abiertas, estableciendo la creación de los comités de directores y estableciendo normas respecto a la información que se deben entregar estas empresas. El otro hecho importante fue la promulgación en el año 2001 de la Primera Reforma al Mercado de Capitales, la que es considerada como un paso necesario e indispensable para robustecer el sector financiero chileno. Esta reforma se centró en promover y fomentar el ahorro nacional, e impulsar el desarrollo y la competencia del mercado financiero, bajo la regulación del Estado y el autocontrol del sector económico que también cumple un rol regulador.

---

<sup>4</sup> Es una operación que consiste en la cesión de la "cartera de cobro a clientes" (facturas, recibos, letras, etc.) de un Titular a una firma especializada (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) en este tipo de transacciones (sociedad Factor), convirtiendo las ventas a corto plazo en ventas al contado, asumiendo el riesgo de insolvencia del titular y encargándose de su contabilización y cobro. El factoring es apto sobre todo para aquellas PYME cuya situación no les permitiría soportar una línea de crédito.

<sup>5</sup> Es la titulización de activos creditorios, el concepto es similar al de factoring, solo que esta vez incluye activos menos líquidos, como por ejemplo, como créditos hipotecarios, prendarios, o cupones de tarjetas de crédito.



## **1.4 Datos gráficos. Evolución histórica del mercado de capitales chileno como % del PIB<sup>6</sup>.**

El análisis de los datos de la tabla presentado al final de este segmento, muestran que entre 1980 y 2000 se produjo un intenso proceso de desarrollo institucional y flexibilización gradual que permite un gran desarrollo del mercado de capitales. El cuadro presenta algunos indicadores de desarrollo del mercado de capitales como porcentaje del PIB. Entre 1980 y 1995 el mercado de capitales tuvo un extraordinario crecimiento, con una fuerte expansión de las instituciones, actividad y sofisticación de los instrumentos. Sólo por mencionar algunos indicadores, el volumen de acciones transadas pasó desde 0,2% del PIB en 1984 hasta 18% en 1996, las de instrumentos de renta fija desde 4,4% hasta niveles de 208% del PIB en igual período, mientras que la capitalización bursátil alcanzó un “peak” de 108,5% del PIB en 1995. Del cuadro se puede apreciar además la creciente importancia que han tomado las AFP cuyos fondos administrados llegaron a superar el 50% del producto hacia fines del segundo milenio. El crecimiento promedio anual superior a 7% de los años 1990-1997 de la economía chilena se explica en forma importante por el elevado grado de desarrollo y profundidad del mercado de capitales descrito previamente. Sin embargo, este proceso empezó a debilitarse y a estancarse severamente desde 1995 en adelante; es decir, antes de que la crisis asiática golpeará a la economía chilena y que los capitales externos se hicieran escasos. Entre 1995 y 1997, el debilitamiento del mercado no puede explicarse por la escasez de capitales externos o por los procesos de fusiones o adquisiciones. Más bien se explica por medidas de política (o la falta de ellas) de parte de la autoridad económica, que a su vez respondían a dos concepciones de la autoridad que

---

<sup>6</sup> Es el valor total de los bienes y servicios producidos en el territorio de un país en un periodo determinado, libre de duplicaciones. Se puede obtener mediante la diferencia entre el valor bruto de producción de bienes y servicios consumidos durante el propio proceso productivo, a precios comprador (consumo intermedio). Esta variable se puede obtener también en términos netos al deducirle al PIB el valor agregado y el consumo de capital fijo de los bienes de capital utilizados en la producción.

terminaron ahogando el mercado. La política de control de flujo de capitales y de banda cambiaria y un enfoque legal y de fiscalización demasiado detallista y reglamentario que lleva a un engorroso y burocrático sistema de autorizaciones previas y complejos contratos para precaver tanta contingencia legal. Respecto de la banca, la década los noventa marcó un período en donde el sistema creció y se modernizó, ampliando la cobertura de sus productos y servicios a un mayor porcentaje de la población (entre 1990 y el año 2002 el número de cuentacorrentistas aumentó más de dos veces sumando actualmente más de 1,5 millón de personas y las colocaciones crecieron a una tasa promedio anual de 10% real entre 1990 y 2000). Entre los nuevos negocios que han tenido un mayor desarrollo destacan las colocaciones e inversiones internacionales, los derivados de tasas de interés y tipos de cambio, el factoring, el corretaje de seguros, los servicios de banca electrónica y banca por Internet. La banca chilena ha vivido un importante proceso de consolidación durante los últimos años, lo cual ha llevado a una disminución progresiva del número de actores que operan en el sistema, fenómeno que obedece a nuevas tendencias de la industria a nivel internacional en donde los tamaños óptimos de las empresas han cambiado. Se consolidan entonces los megabancos o multipropósito y aparecen en contraparte los denominados bancos de “nicho” o especializados. En efecto, desde 2000 la SBIF ha otorgado 7 licencias bancarias (Deutsche Bank, HNS, HSBC, Ripley, Falabella, Monex y Conosur) y a la fecha, se gestiona la obtención de licencias para el funcionamiento de Banco París y Banco Progreso.

Desarrollo del mercado de capitales											
% del PIB en base a cifras nominales											
Montos transados						Inversionistas institucionales					
Año	Acciones	Renta	Interme- diación Financiera	Patrimonio bursátil	Reservas Cias. Seguro	Fondos de Pensiones	Fondos Mutuos	Fondos de Inversión	FICE	Bonos emitidos por empresa	M7- M1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
1980	2.41	0.25	3.27	41.87	2.02	-	2.68	-	-	0.19	-
1981	1.39	0.35	5.54	26.58	1.91	1.16	2.62	-	-	0.37	27.72
1982	0.56	0.29	10.42	21.55	2.32	3.50	2.44	-	-	1.66	32.22
1983	0.31	5.74	3.24	13.08	2.59	6.43	0.55	-	-	1.51	31.06
1984	0.21	4.42	2.90	11.41	2.91	7.56	0.49	-	-	1.37	31.05
1985	0.32	10.61	9.23	13.08	3.41	11.00	0.76	-	-	1.53	37.94
1986	1.67	24.26	16.54	22.90	3.89	12.70	1.21	-	-	0.86	33.31
1987	2.43	26.24	24.64	25.43	4.44	14.12	1.43	-	-	1.37	34.77
1988	2.54	34.13	40.14	27.47	4.39	14.81	1.39	-	-	2.01	35.54
1989	2.98	42.48	32.64	33.16	5.15	17.63	1.29	-	-	3.37	39.13
1990	2.53	45.50	17.28	43.73	6.71	23.45	1.58	-	1.65%	4.57	45.23
1991	5.52	35.15	27.09	81.64	7.89	29.88	2.64	0.07	2.97%	5.59	47.25
1992	4.75	53.17	39.19	60.60	8.22	29.48	2.32	0.14	2.69%	4.97	49.31
1993	6.13	55.86	61.30	73.15	9.65	35.49	2.86	0.24	3.63%	4.80	52.95
1994	10.06	89.02	63.26	124.78	8.65	38.76	3.86	0.56	3.85%	4.52	53.89
1995	16.45	210.36	89.37	108.53	9.88	36.64	3.88	1.30	2.97%	3.67	53.82
1996	18.03	207.59	152.16	89.58	10.46	37.44	3.81	1.46	1.82%	2.84	59.79
1997	12.67	202.03	176.76	90.98	11.36	38.04	5.35	1.61	1.62%	2.24	65.21
1998	7.40	201.81	251.16	67.18	12.43	40.27	3.54	1.63	1.02%	2.75	70.94
1999	11.42	130.62	180.94	97.33	14.05	49.24	5.18	1.88	1.39%	3.46	76.50
2000	8.78	125.52	180.17	85.79	15.65	50.96	6.33	1.85	0.84%	4.98	76.57
2001	6.56	117.14	184.18	85.89	16.88	53.57	7.31	1.82	0.86%	8.84	77.38
2002	6.74	131.31	209.41	69.40	17.47	55.77	9.88	1.98	0.65%	10.06	75.99

Fuente: SBIF, Banco Central, SAFP, Bolsa de Comercio de Santiago.

# **CAPITULO II**

## **ASPECTOS PENDIENTES DE LA REFORMA**

### **AL MERCADO DE CAPITALS I**

De los aspectos incluidos en la Reforma al Mercado de Capitales I en el año 2001, hubo tres que quedaron pendientes de aprobación. Ellos son los multifondos de pensiones, el activo contable depurado, y la bolsa de productos agrícolas.

#### **2.1 Multifondos de Pensiones.**

Considera la ampliación del número de fondos en los que se puede conservar los ahorros previsionales (de dos a cinco). El afiliado decidirá en que fondo mantendrá su dinero de acuerdo al riesgo de la inversión, la aversión al mismo y la edad del partícipe.

La aprobación de esta medida permite la creación del nuevo sistema, la cual consistió en dividir a los afiliados en tres tramos de edad, a quienes se les asignó un fondo predefinido en caso que el afiliado no optase por una o dos de las cinco alternativas.

La actual ley, que comenzó a regir a partir del 1 de Agosto de 2002, tiene como objetivo mejorar la asignación de los recursos gestionados por las Agencias de Fondos de Pensiones, aumentar la rentabilidad de los ahorros de los afiliados, elevar la competencia y eficiencia del proceso de captación e inversión de las compañías involucradas, otorgar mayor transparencia en la información, diferenciando efectivamente sus productos y elevar el nivel de asesoría a sus clientes. Además otorga una mayor flexibilidad y participación activa a los afiliados en la construcción de sus pensiones, permitiéndoles contar con más alternativas de inversión para sus ahorros previsionales, acrecentando el valor de sus recursos futuros.

Sin duda esta ley es una de las reformas más significativa al sistema de pensiones en sus veintiún años de existencia, y su magnitud no es trivial, ya que involucra alrededor de US\$ 35 mil millones, cifra que suman todos los fondos involucrados<sup>7</sup>.

La aplicación de los multifondos de pensiones ha tenido un muy buen desempeño, especialmente los focalizados a la inversión en instrumentos de renta variable, lo anterior se ve reflejado en un crecimiento de la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, equivalente a US\$ 876 millones en el primer mes del presente año.<sup>8</sup>

## **2.2 Activo Contable Depurado.**

El Activo Contable Depurado (ACD) es el valor en unidades monetarias, de un subconjunto de los activos individuales de una sociedad anónima, se obtiene descontando distintos porcentajes a las cuentas que componen dicho activo. Principalmente está construido en base a información contable y no financiera.<sup>9</sup>

El ACD se utilizaba como uno de los límites a las inversiones en títulos de deuda emitidos por una sociedad anónima. Este indicador, era extremadamente volátil, y en la práctica limitaba la inversión de las AFPs en una serie de empresas, especialmente holdings y compañías con inversiones en el extranjero. Estas empresas eran rentables, líquidas y la inversión en ellas muy beneficiosa.

---

<sup>7</sup> Entrevista a agentes de los multifondos de pensiones, destacando a Guillermo Arthur, presidente del gremio que reúne a las AFPs, 2002.

<sup>8</sup> Diario Estrategia, 11 de Febrero 2004.

<sup>9</sup> “Visión de Riesgo, Septiembre – Octubre 1997”, Feller Rate.

Con la aprobación de la Reforma al Mercado de Capitales I se eliminó el activo contable depurado, otorgando a las AFPs un manejo más fluido de sus inversiones, permitiéndoles financiar un mayor número de proyectos de inversión.

A pesar de estar aprobada la eliminación del activo contable depurado, “no hay estudios respecto al impacto que estaría causando”<sup>10</sup>, pero se espera un mayor rendimiento financiero por parte de las compañías que realicen inversiones, profundizando el mercado y la diversificación de la cartera de inversión.

### **2.3 Bolsa de Productos Agrícolas.**

Según la Ley 19.220, que regula el establecimiento de la bolsa de productos agropecuarios; establece que en adelante, las bolsas de productos son sociedades anónimas abiertas especiales, que tienen por exclusivo objeto proveer a sus miembros el local y la infraestructura necesaria para realizar eficazmente las transacciones de productos, mediante mecanismos continuos de subasta pública, asegurando la existencia de un mercado equitativo, competitivo y transparente. Dichas sociedades deberán incluir en su nombre la expresión "Bolsa de Productos Agropecuarios".

Esta medida viabiliza la emisión y transacción de títulos representativos de productos almacenados, la cual beneficia directamente a los agricultores, quienes podrán enfrentar mejores precios, disminuyendo el costo financiero de la guarda de sus productos.

---

<sup>10</sup> Entrevista con Srta. María Paulina Zunino, Directora Subrogante Escuela de Sistemas de Información y Auditoría, Integrante de la Comisión Técnica de Principios y Normas de Contabilidad.

La Ley contempla la postergación del pago de impuesto al valor agregado (IVA)<sup>11</sup> para las transacciones de títulos con certificados de depósitos, hasta que estos salgan de la bolsa agrícola.

El 2 de Octubre del 2002 se publicó en el Diario Oficial la nueva Ley 19.220 de Bolsa de Productos Agrícolas, haciendo más transparente las transacciones referidas a esta materia, generando información de calidad, incentivando la compra de estos instrumentos y ayudando a la modernización del comercio del sector agropecuario

---

<sup>11</sup> El Impuesto al Valor Agregado, es un tributo indirecto que grava exclusivamente el valor añadido al precio de venta de un determinado bien o servicio, ubicados en territorio nacional, independientemente del lugar en que se celebre la convención respectiva. Su tasa es de 19%.

# **CAPITULO III**

## **DESCRIPCION PROYECTO DE REFORMA AL MERCADO DE CAPITALS II.**

En este capítulo se presenta la Reforma al Mercado de Capitales II, proyecto de ley, dado a conocer el 24 de Junio de 2003, por el Ministro de Hacienda, junto al Superintendente de Valores y Seguros, el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, el Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones y el Coordinador del Mercado de Capitales y Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda.

Esta Segunda Reforma, propone una serie de iniciativas legales y normativas, tendientes a desarrollar la industria de capital de riesgo, incrementar la competitividad de los mercados y fortalecer la capacidad de regulación, a objeto de evitar situaciones que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero chileno.

Los tópicos centrales del proyecto contienen seis objetivos fundamentales, estos son:

1. Incentivos para el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo.
2. Reducción de costos de transacción y contratación comercial sofisticada.
3. Profundización de reformas de perfeccionamiento de los Gobiernos Corporativos.
4. Fortalecimiento de los mecanismos de Ahorro Previsional Voluntario.
5. Fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación.
6. Actualización de textos legales

A continuación se describe cada uno de los objetivos que busca esta reforma.



## **3.1 Objetivo: Promover el Desarrollo de la Industria de Capital de Riesgo y Financiamiento a nuevos Proyectos.**

### **3.1.1 Capital de Riesgo.**

El capital de Riesgo es definido por Brealey y Myers (1998) como “Una inversión en capital de jóvenes compañías privadas. Tal fuente de fondos puede ser suministrada por asociaciones especialistas en capital de riesgo, por instituciones inversoras o por particulares adinerados quienes están preparados para arriesgarse en una compañía. Las compañías de capital de riesgo pueden financiar a las empresas que están en una etapa crítica de su crecimiento, antes de que sean suficientemente grandes como para ofrecer acciones al público”<sup>12</sup>.

El objetivo del capitalista de riesgo es lograr un alto retorno de la inversión, este es su mayor incentivo. El retorno exigido debe compensar el gran riesgo asumido derivado de la incertidumbre propia de un nuevo negocio. La mayor parte de las organizaciones de inversión en capital de riesgo lo constituyen las firmas de venture capital, de hecho, muchos países sobre todo de habla inglesa, al referirse al Capital de Riesgo lo traducen como venture capital, mientras que la literatura económica y financiera ha denominado a las inversiones riesgosas de particulares adinerados que mencionan Brealey y Myers, con el nombre “financiamiento ángel”.

Las inversiones de capital en riesgo se caracterizan por el período de inversión extenso, de tres a siete años aproximadamente; y existencia de una sociedad con aporte de capacidad de gestión, para proporcionar apoyo y asesoramiento, basado en la especialización, experiencia y contactos de los capitalistas de riesgo, que agrega valor a la inversión. Los ingresos se recogen bajo la forma de una ganancia que se realiza al final de

---

<sup>12</sup> Brealey y Myers, Fundamentos de Financiación Empresarial, 1998.

la inversión, a través de un mecanismo de salida, que en muchos casos consiste en el listado de la compañía en un mercado accionario.

### **3.1.2 Necesidad de Capital de Riesgo.**

Una persona que desee iniciar una empresa y necesite financiamiento tiene pocas y limitadas alternativas de crédito por parte del sector bancario. En general, este está estrechamente ligado a los activos y/o garantías con que cuente esta persona para hacer frente a un posible incumplimiento de sus compromisos, más que con los méritos del propio negocio, como capacidad gerencial, innovación, ventajas competitivas, gestión, etc.

Una de las principales razones de ello, es el gran riesgo que asume un banco al otorgar un crédito a una nueva empresa, pues existe una alta probabilidad de no pago de las deudas contraídas, en caso de que el negocio no resulte lo suficientemente atractivo para generar ingresos. En todo caso, aun contando con activos y/o garantías, muchas veces estos no son suficientes para la obtención de un crédito de la magnitud necesaria para iniciar una empresa de servicios profesionales, que casi no cuenta con activos tangibles con los cuales garantizar sus solicitudes de préstamos.

Algo similar ocurre con la pequeña y mediana empresa con potencial de un rápido crecimiento, pues para financiarse, necesita garantías para presentar al banco como activos y flujo de caja, pero este último puede llegar a ser incluso negativo en las etapas iniciales de la empresa, por lo que probablemente no conseguirá el crédito suficiente para financiar su desarrollo.

Entre las ventajas del capital de riesgo, especialmente para las pequeñas empresas se pueden mencionar:

- Acceso a inversiones que de otra manera no estarían disponibles.
- Disminución del riesgo asociado a estas empresas a través de la formación de fondos de capital de riesgo que manejen portafolios diversificados.
- Asesoría no financiera como consejos, monitoreos, contactos, información, otros.

- Proporciona a los inversionistas un retorno compatible con el riesgo asumido.

Lo anterior conlleva al crecimiento y diversificación de la industria de fondos de inversión, lo que incrementa las alternativas de ahorro para los inversionistas, en donde las empresas llegan mejor preparadas para hacer oferta pública de sus emisiones. Además a mayor número de empresas que superan la etapa de capital de riesgo, mayor número de entidades requieren participar en el mercado de valores, lo que permite mejorar su profundidad.

### **3.1.3 Etapas de las Inversiones en Capital de Riesgo.**

Las inversiones en capital de riesgo se realizan en diferentes etapas del desarrollo de una empresa. De acuerdo a la experiencia norteamericana, estas etapas se pueden dividir en:

Inversión Inicial (Seed Investment o Capital Semilla).

La inversión inicial se basa principalmente en un pequeño monto de capital que se provee a un inventor o a un empresario, para que determine si su proyecto merece una consideración e inversión más amplia. En esta etapa se puede construir un prototipo de negocio, se elabora un concepto, y raramente involucra el desarrollo de un producto.

Empezar a funcionar (Start-Up).

En esta etapa la empresa utiliza sus recursos para desarrollar productos, testeos de prototipos, de marketing, mercado potencial, preparar el equipo de administración y refinar el plan de negocios. Se desarrolla un poco más el concepto de negocio.

Primera Etapa – Desarrollo Temprano (Early Development).

En Early Development, el equipo administrativo debe ser capaz de establecer un pequeño proceso manufacturero y despachar en cantidades comerciales. Se inicia el proceso de venta y producción. Es muy improbable que en esta etapa la empresa sea rentable.

Segunda Etapa o de Expansión.

En una segunda etapa la empresa debe ser capaz de despachar productos a los consumidores y tener una retroalimentación del mercado. Es probable que la empresa atenúe sus pérdidas o que sea marginalmente rentable, pero muchas veces necesitará capital para comprar más equipos, inventario y otros.

Tercera Etapa, Rentable pero con escasa Liquidez (Profitable But Cash Poor).

En la tercera etapa, la empresa probablemente enfrenta un rápido crecimiento de las ventas y margen de beneficios positivos, pero necesita capital para expandir sus instalaciones manufactureras, expandir su marketing o mejorar productos.

Cuarta Etapa, Crecimiento Rápido hacia el punto de Liquidez (Rapid Growth Towards Liquidity Point).

En esta etapa la empresa aún puede necesitar liquidez para sostener su crecimiento, pero ella está en una posición productiva estable, por lo que el riesgo de sus inversionistas es más reducido.

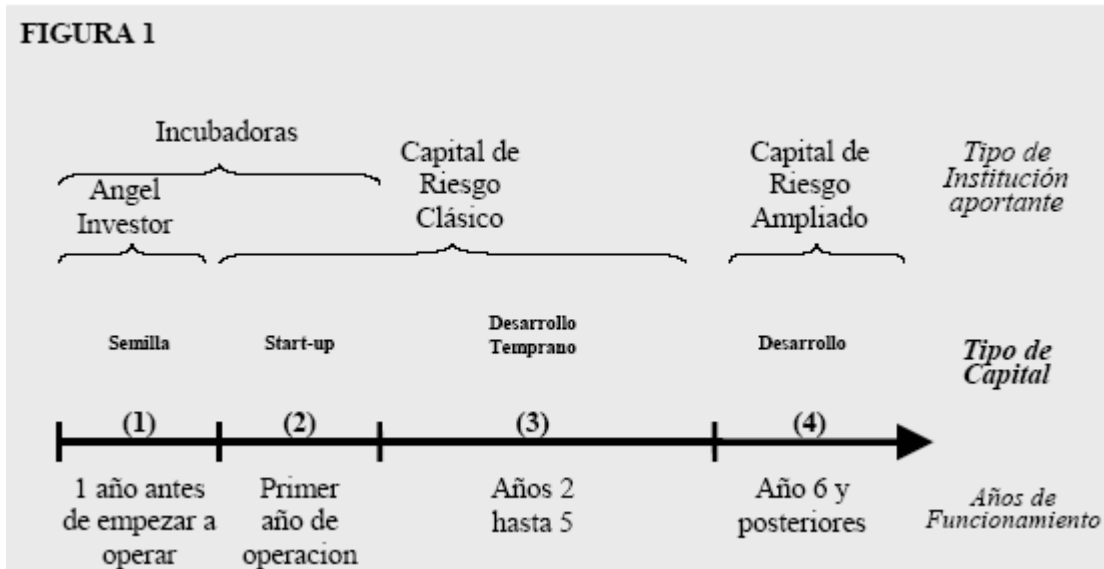
Etapa Puente (Bridge Stage or Mezanine Investment).

En esta etapa la empresa puede tener alguna forma de salida, e incluso conocer el tiempo aproximado, pero aún necesita más capital para sostener un rápido crecimiento antes de la salida.

Etapa de Liquidez o Salida (Liquidity Stage – Cash out o Exit).

En esta etapa el inversionista en capital de riesgo puede ganar liquidez por su porción en la empresa, y una vez alcanzados los objetivos de crecimiento procede a la venta de su participación en la compañía, mediante una salida a Bolsa, a través de la Oferta Pública

Inicial (IPO), o la adquisición por un tercero u otra opción, esperando una ganancia por el aumento en la valorización de la empresa.



En la etapa 1, son los llamados Ángeles o Angel Investors<sup>13</sup> los que apadrinan a emprendedores para que transformen sus ideas en negocios. Básicamente les aportan el dinero necesario para explorar el mercado potencial o desarrollar prototipos.

En las etapas 1 y 2 suelen existir instituciones que cobijan a las empresas en lo que se llama incubadoras y que dan no sólo el capital sino también apoyo logístico en aspectos administrativos y asesoría en la gestión. Normalmente los emprendedores originales de las empresas emergentes (compañías que presentan un proyecto novedoso en un sector de alto crecimiento) carecen de las habilidades de manejo financiero y de gestión para lograr optimizar la operación de la empresa. Estos problemas se ven multiplicados cuando la empresa salta a escalas de operación de mayor envergadura.

<sup>13</sup> Personas acaudaladas que aportan sumas de capital para financiar buenas ideas.

La etapa 3 es lo que de manera clásica se ha ligado a la labor de instituciones de Capital de Riesgo o Venture Capital. Sin embargo, en algunos países con mercados poco desarrollados, estas instituciones basan su accionar en empresas más maduras aportando sólo Capital de Desarrollo, etapa 4. Esta versión de Capital de Riesgo se llamara “Capital de Riesgo Ampliable”.

En el presente trabajo, se entenderá que las instituciones de Capital de Riesgo intervienen desde la etapa 1 hasta la 4.

Debe señalarse, no obstante a lo anterior, que en diferentes países, incluyendo Chile, las anteriores etapas no se dividen en forma tan drástica.

El financiamiento de los proyectos de inversión se logrará eficientemente cuando se produzca el encuentro entre oferentes (inversionistas) y demandantes (empresas emergentes) en este mercado.

Las características de las empresas emergentes y de los potenciales inversionistas en estos mercados hacen que surjan problemas estructurales que dificultan el encuentro entre ambos agentes, y que justifican en parte el rol activo del Estado en estas materias. En primer lugar se producen asimetrías de información, lo que hace que las proyecciones acerca del futuro de la empresa difieran entre los empresarios y los inversionistas. En general, existe poca información histórica y los estándares contables no suelen reflejar adecuadamente la situación financiera de la empresa. Un segundo gran problema, vinculado al anterior, es la dificultad de acceso a mecanismos de financiamiento tradicionales, debido al problema de información mencionado, a falta de garantías reales o bien a políticas conservadoras por parte de inversionistas institucionales. Por último, las empresas emergentes que desarrollan procesos innovadores o nuevos productos, presentan cierto tipo de externalidades que se manifiestan en la apropiabilidad de las invenciones por parte de futuros entrantes en este mercado. Ello induce un subóptimo de inversión en procesos innovadores. Un adecuado marco de protección a la generación de ideas ayuda a reducir los problemas relacionados a este tipo de externalidades.

### **3.1.4 Evolución de capital de riesgo en Estados Unidos.**

El país que posee la industria de capital de riesgo más antigua y desarrollada es Estados Unidos. Esta nació en los años 40, siendo su rol fundamental contactar de una manera formal y estructurada a los emprendedores con los inversionistas. La esencia está en que los inversionistas, por un lado, puedan invertir en forma razonablemente diversificada en portafolios de nuevos negocios, y los emprendedores, por otro, puedan encontrar socios que estén dispuestos a compartir el riesgo del negocio y que financien parte de los recursos necesarios para su materialización.

En los últimos veinte años el gobierno ha intervenido fuertemente con políticas de apoyo al sector, dada la importancia de esta industria en la creación de nuevas empresas y empleos. Por ejemplo, el impuesto a la ganancia de capitales ha bajado desde cerca de un 50% en 1978 a sólo un 14% a partir de 1994, el cual es pagado por el accionista del fondo.

El continuado crecimiento de la actividad de capital de riesgo desde el año 1997 incrementado con la aceleración del año 2000, concluyó en el año 2001. Las causas no deben atribuirse sólo a la caída experimentada por los mercados de valores en los que se negocian los títulos de empresas, ni tampoco a las incertidumbres sobre la profundización de la recesión en la que entró la economía norteamericana, como preludio de una situación similar en los países europeos, ni tan siquiera a los sucesos del 11 de Septiembre de 2001, que aumentaron las incertidumbres sobre la evolución de la economía.

La principal causa está en el cierre de un ciclo de captación de fondos que viene alimentándose desde 1997. Las perspectivas condujeron a una masiva entrada de nuevos operadores en busca de fondos para administrar. De este modo, los crecimientos en los recursos captados se fundamentaron en la actividad cíclica de los gestores existentes y de los nuevos inversores. Una vez descontado este efecto de atracción, las nuevas rondas de búsqueda de recursos se deben a causas cíclicas. Dado que la mayor parte de los operadores existentes captaron ingentes recursos en los años 1999 y 2000, era de esperar una caída en 2001, por causas atribuibles a la dinámica de la propia actividad. Al igual que en el resto de los países europeos, los principales motores del atractivo de esta actividad financiera en el ciclo que se cierra fueron empresas relacionadas con Internet y las telecomunicaciones.

A modo de cifra, en el mercado norteamericano se invirtieron 21.200 millones de dólares en 2002, mientras que en el año 2003 la cifra alcanzó los 18.200 millones de dólares, evidenciando una caída del 14%.<sup>14</sup> Si bien el monto invertido disminuyó de un año a otro, el dinero destinado a la industria de capital de riesgo no deja de ser significativa.

Para el Estado norteamericano estas materias son de gran interés, lo que ha conllevado a realizar varias modificaciones a sus leyes, y en términos generales, las reformas han tenido por objeto el flexibilizar el mercado de Capital de Riesgo y elevar los incentivos para invertir en esta industria. Estas se han traducido en realizar innovaciones enfocadas a reducir la tasa efectiva de impuesto a las ganancias de capital, reducir el período que se deben mantener las inversiones en activos subyacentes para acogerse a franquicias tributarias e incentivar la reinversión de las ganancias de capital dentro de la industria de capital de riesgo.

Uno de los principales efectos que trajo consigo el capital de riesgo, fue alentar el desarrollo económico de Estados Unidos, acentuado en los años noventa al promover el mayor crecimiento de empresas financiadas con venture capital (capital de riesgo). Se puede decir, entonces, que el capital de riesgo tuvo destacables efectos sobre la innovación y el crecimiento de la economía. Un estudio<sup>15</sup> de los economistas Samuel Kortum y Josh Lerner publicado por el National Bureau of Economic Research de EEUU trata de probar que el venture capital fomenta la innovación. Kortum y Lerner estudiaron la influencia que el financiamiento de capital de riesgo tuvo sobre el número de patentes emitidas (un indicador de la innovación tecnológica) de 530 empresas, respaldadas a través de financiamiento tradicional y capital de riesgo, en veinte sectores distintos de la economía de

---

<sup>14</sup> Según estimaciones del National Venture Capital Association (NVCA), en su nota de prensa el 27 de Enero de 2004.

<sup>15</sup> Does Venture Capital Spur Innovation? Samuel Kortum, Josh Lerner, 1998.



EEUU a lo largo de tres décadas. Los economistas concluyen que el grado de actividad de capital de riesgo en un sector aumenta de manera significativa el número de productos patentados. Mientras que la relación de financiamiento de capital de riesgo y gasto en Investigación y Desarrollo es menor al 3%, los economistas estiman que el capital de riesgo explica aproximadamente un 15% de las innovaciones industriales. En resumen, el mismo importe de dinero gastado en capital de riesgo tiene muchas más posibilidades de fomentar la innovación tecnológica que si esa misma suma es gastada en el presupuesto de Investigación y Desarrollo de una gran empresa.

El desarrollo de la industria de capital de riesgo tiene impacto directo en el empleo de las empresas financiadas por este tipo de inversiones, pero sus frutos no acaban ahí: el resto de la economía se beneficia del dinamismo que suelen tener este tipo de empresas.

### **3.1.5 Evolución de capital de riesgo en España.**

La estructura tributaria de España es muy similar a la chilena, es por eso que se eligió a esta nación como ejemplo de evolución de capital de riesgo en la Unión Europea. En España el capital de riesgo nace en los años `80. Estructuralmente, en este país el impuesto a la ganancia de capital es pagado por los accionistas del fondo, no por el fondo mismo, al igual que en EE.UU. La tasa vigente es del 20%, siempre y cuando se hayan mantenido las inversiones por un plazo superior a los 2 años. Esta estructura impositiva es similar al resto de los países de la comunidad europea, otorgando un claro incentivo a las inversiones en fondos de Capital de Riesgo por el beneficio social que produce en la creación de nuevas empresas y empleos.

La integración económica que posee el continente europeo es clave fundamental para la formulación de iniciativas comunitarias, conllevando con esto al desarrollo más expedito de esta industria. Una muestra de esto es la creación en 1996 de un mercado paneuropeo al estilo del Nasdaq americano, conocido como Easdaq (European Association of Securities Dealers Automated Quotation). Esta iniciativa es sin duda muy importante para el progreso de la industria de capital de riesgo en Europa, y ya desde 1997 se vislumbraban crecimientos en la industria de capital de riesgo, el cual se agudizó aún más en 1999, en

donde la mayoría de las inversiones se realizaron en empresas relacionadas con Internet y comercio electrónico y que junto con las perspectivas de un mercado más único, basado en una moneda común, permiten explicar el importante interés despertado por el capital riesgo/inversión en España.

El desarrollo del mercado de VC ha sido considerable durante los años noventa. Entre 1989 y 1999, la cantidad anual de nuevos fondos excedió los EUR 20 mil millones en 1999<sup>16</sup>. La inversión creció significativamente en 1997 y los desembolsos se aceleraron en 1999. En el año 2002 Europa invirtió en capital de riesgo 27.600 millones de euros, frente a los 23.100 millones de euros en 2003, disminuyendo la inversión en 16%.<sup>17</sup>

Uno de los impactos importantes es la evolución experimentada en las diversas fuentes de capital de riesgo, las cuales provienen principalmente de los bancos, ganancias reinvertidas, fondos jubilatarios y compañías de seguros. Uno de los sectores más beneficiado es el sector tecnológico, registrándose asimismo un fuerte incremento en la participación de los inversores institucionales. El desarrollo de la industria comienza a ser evidente, la filosofía está cambiando, y la forma de selección de las inversiones se hace más sofisticada. Pero luego del 11 de septiembre, cambió la tendencia evidenciando un claro retroceso; se aprecia un alargamiento del ciclo de inversión, una reducción del número de inversiones y muy pocas reinversiones. Según la misma fuente, la tremenda caída afecta sobre todo a las empresas de comercio electrónico. Paulatinamente esta tendencia va cambiando, mostrando una mejoría gradual.

Para valorar el impacto del capital de riesgo en la innovación, se examina la relación entre el crecimiento medio anual del coeficiente de inventiva, definido como el número de aplicaciones de las patentes residentes por 10.000 habitantes, y la proporción media de crecimiento anual del capital de riesgo por habitante en la Unión Europea y en Estados

---

<sup>16</sup> Christofidis C. y Debande, O.: Financing Innovative Firms through Venture Capital, EIB Sector Papers, PJ/ Industry & Services, 22 de Febrero de 2001.

<sup>17</sup> Según estimaciones del European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), en su nota de prensa el 10 de Marzo de 2004.

Unidos, entre 1989 y 1999. Existe una relación positiva entre la cantidad invertida en capital de riesgo y la capacidad de innovación de un país. Lo anterior va en directa relación al estudio realizado por los economistas en el caso de Estados Unidos.

### **3.1.6 Evolución de capital de riesgo en Chile.**

La experiencia de capital de riesgo en Chile es relativamente nueva, iniciándose a mediados de los `80, siendo su desarrollo muy lento.

La industria de capital de riesgo se crea al amparo de la ley 18.815 de 1989, la cual permitió al mercado de capitales chileno contar con nuevos instrumentos de inversión, entre los que se encuentran las inversiones en capital de riesgo.

La inversión experimentó una proliferación importante, lo que fue muy relevante para el mercado y llevo al gobierno a intervenir en nuevas modificaciones a la ley<sup>18</sup>. Por lo anterior se constituye el concepto de Fondos de Inversión para el Desarrollo de Empresas (FIDE) que empezó a funcionar desde 1991. Estos fondos tienen por objeto la inversión de sus recursos en acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros, lo que conlleva a la inversión exclusiva en empresas emergentes.

Por otra parte, las características legales de estos fondos les permitían tener como aportantes a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), lo que posibilita que se canalicen parte de los grandes recursos que manejan estas instituciones hacia esta industria. Aún, cuando no todas las inversiones de estos fondos se pueden catalogar como capital de riesgo, su sola constitución representa un avance fundamental hacia la formación de una industria de capital de riesgo en Chile.

---

<sup>18</sup> Las leyes modificadas fueron: Ley N° 19.301 y Ley N° 19.389, que modernizaron el Mercado de Capitales.

Paralelamente se formaron fondos privados destinados a las inversiones en capital de riesgo. Esto se tradujo en un aumento considerable de capital disponible para invertir en nuevas empresas y también ayudó a satisfacer la demanda por fondos de emprendedores jóvenes con buenas ideas para desarrollar.

Luego de diez años de desarrollo de la industria, en Diciembre de 2000 fue aprobada la Ley de Opas, introduciéndose una serie de modificaciones a la ley que regula la actividad de los fondos de inversión, flexibilizando de manera importante el accionar de éstos.

Dichos fondos antes de las reformas estaban sujetos a límites específicos en sus inversiones dependiendo del tipo de fondo que se tratara (inmobiliario, internacional, de desarrollo de empresas o mobiliario). Con las reformas se eliminaron las categorías de fondos y se habilitó a las entidades a invertir de la forma que ellos determinaran como las más convenientes, a condición de que sus políticas de inversión quedaran claramente definidas en los reglamentos internos que regulan su actuación.

Asimismo, la Ley de Opas incluyó a los fondos privados de inversión explícitamente en la ley, definiendo su figura y autonomía. Se deja a entera voluntad de los privados la creación de reglamentos internos que regulen el funcionamiento de los fondos.

Otro gran avance para estructurar la cadena de evolución de las empresas emergentes se dio en la denominada "Reforma al Mercado de Capitales I", la que crea la Bolsa de Valores Emergente. Esta iniciativa reconoce las ventajas de contar con un segmento especial en el mercado bursátil para empresas con poco historial pero con amplias perspectivas de crecimiento. Los requisitos solicitados para estas empresas son más exigentes en cuanto a las proyecciones y la explicación de su plan de negocios y expansión.

Lo anterior es un intento para facilitar la estrategia de salida de los FIDE de sus inversiones en empresas nuevas, permitiendo abrirse a la bolsa a empresas emergentes. En esta ley se establece una exención a los FIDE del pago de impuestos por la ganancia de capital generada durante los tres años siguientes a la apertura a bolsa de alguna de sus empresas. Sin embargo, esta exención rige sólo hasta el año 2006.

A pesar de los esfuerzos del gobierno en desarrollar la industria de capital de riesgo, incentivando el nacimiento de empresas emergentes, es imperante la gestión de nuevas modificaciones al sistema, operando de mejor manera. Lo anterior es corroborado por un informe del Institute for Management Development (IMD) de Suiza, que hace mención al avance alcanzado por Chile en su desempeño económico a nivel mundial. Entre las debilidades encontradas en el país se encuentra la poca disponibilidad de capital de riesgo para proyectos iniciales<sup>19</sup>, ya que un país en pleno desarrollo como Chile debe garantizar que sus empresarios innovadores puedan llevar a cabo sus proyectos, contribuyendo así al desarrollo de la nación. Para esto el funcionamiento y rol adecuado del mercado de capitales es clave, el que debiera extenderse a los proyectos de inversión emergentes o sin historia, pero con amplio potencial de crecimiento, siendo este un motor para la futura expansión y desarrollo de la economía nacional.

### **3.1.7 Proyecto de Ley.**

La reforma al mercado de Capitales II busca promover el desarrollo de la Industria de Capital de riesgo. Para esto el proyecto de ley propone incentivos tributarios aplicables a este tipo de actividades, sistemas de garantías estatales e internacionales y otros mejoramientos de control y transparencia. Asimismo, perfecciona varios cuerpos legales, que otorgará a los Fondos de Inversión nacionales mayores alternativas de apalancamiento, de asistencia técnica y de entrenamiento para contar con administradores profesionales de este tipo de fondos.

Los propósitos se dividen en:

#### **Fomento:**

**Garantías para los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo y financiamiento a nuevos proyectos.** Con el objeto de incentivar la participación de los inversionistas institucionales en el desarrollo de la industria de capital de riesgo, la Corporación de

---

<sup>19</sup> El Mercurio, 3 de Mayo de 2004.

Fomento de la Producción (CORFO), en conjunto con el Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo (FOMIN), entregará garantías a la deuda que emitan los fondos de inversión elegibles. En base a este mecanismo, los fondos de inversión podrán apalancarse hasta dos veces su capital. Las cuotas de capital y deuda del fondo de inversión serán ofrecidas de manera conjunta a los inversionistas. Los administradores de fondos de inversión deberán estar debidamente acreditados.

Para la consecución de lo anterior es necesaria la modificación de las siguientes leyes:

Ley sobre el Nuevo Sistema de Pensiones (Decreto Ley N° 3.500 de 1980), la que faculta a las AFPs para invertir en bonos de fondos de inversión. Así se fomenta la entrada de inversionistas institucionales como son las AFPs al financiamiento de la industria de capital de riesgo.

Ley sobre Fondos de Inversión (Ley N° 18.815), en la que se flexibiliza la gestión de los fondos de inversión tanto en su política de dividendos como en su política de endeudamiento y se perfecciona la normativa vigente, con el objeto de permitir un mejor desarrollo de los fondos de inversión como vehículo principal del capital de riesgo.

Para tal efecto, en primer lugar, se elimina la restricción al endeudamiento, condicionándolo a que se establezca un límite máximo en el reglamento interno del fondo. Actualmente, el endeudamiento máximo es de 50% del patrimonio pudiendo elevarse a 100% si el reglamento interno lo especifica. De esta manera, los fondos podrán incrementar aún más su endeudamiento y por lo tanto aumentar la escala de los proyectos y la rentabilidad esperada del fondo. En segundo lugar, se propone, a continuación, que el porcentaje de distribución de beneficios se establezca en el reglamento interno del fondo y así se elimine la obligatoriedad de repartir entre los aportantes el 30% de éstos. Con ello, se busca facilitar la inversión de los fondos en empresas y proyectos que generan bajos flujos de ingresos en el corto plazo, como aquellos dedicados al capital de riesgo. Además, se busca permitir una reinversión de las utilidades obtenidas. También se permite alinear incentivos al entregar al administrador su participación de los excedentes sólo al momento de la liquidación final del fondo.

## **Incentivos Tributarios**

**Ganancia de Capital**<sup>20</sup>. La mayor ganancia de capital de los proyectos exitosos se lleva a cabo en las etapas tempranas de maduración de los mismos. Con el objeto de promover la inversión en capital de riesgo, se propone, de manera temporal, aumentar el retorno de estas inversiones por la vía de eximir del pago de impuesto a la ganancia de capital a los tenedores de acciones de sociedades que, cumpliendo ciertos requisitos de formación preliminar de precios, enajenen sus acciones en bolsa o vendan parte de su capital accionario a una persona no relacionada a los principales accionistas de la sociedad.

El proyecto, propone considerar ingreso no renta la parte de la ganancia de capital accionaria que haya sido devengada durante el período en que uno o más fondos de inversión participaron en más de un tercio de la propiedad de una sociedad anónima cerrada o de responsabilidad limitada por acciones, esta última considerada como nuevo tipo social que se introduce en esta Ley. Esta liberación del impuesto beneficiaría a los accionistas que hayan mantenido acciones durante todo o parte del período de permanencia de los fondos de inversión en la propiedad de la empresa y a los partícipes de estos fondos de inversión. La ganancia de capital liberada de tributar correspondería a la diferencia entre el precio de transferencia de las acciones y el valor de éstas a la fecha en que se incorporaron los fondos de inversión a la sociedad, en a lo menos un 30% del capital. Por precio de entrada, en el caso de los accionistas que ingresaron antes que los fondos de inversión, se considerará como valor de las acciones el valor libro de la sociedad al final del año anterior a aquel en que el fondo alcanzó la participación superior a un tercio, corregido por aportes o retiros y distribuciones de capital, y respecto de los accionistas que ingresaron después que los fondos de inversión, el mayor valor entre el valor anterior y el precio de adquisición pagado por el accionista. Para gozar de la exención, se requiere una participación de los fondos de inversión igual o superior a un tercio en forma continua durante un período de a lo menos tres años.

---

<sup>20</sup> Incremento en el valor real de un activo, lo que se traduce en la diferencia entre el valor de compra reajustado por la variación del índice de precios al consumidor y su valor de venta.

El objetivo de esta medida es incentivar a los capitalistas a invertir en proyectos nuevos o de capital de riesgo, potenciando las capacidades de los emprendedores con buenas ideas, se propone, mediante el aumento de la rentabilidad de este tipo de inversiones obtenido al rebajarse la carga tributaria que eventualmente podría afectar a los mismos, particularmente aquellos que logran ser vendidos a sobre precio, esto es, aquellos proyectos que han logrado un razonable éxito en su plan de negocios. Adicionalmente, con la idea de favorecer principalmente al inversionista original, la ganancia de capital exenta tendrá un límite de UF 10.000 por accionista, incluyendo sus relacionados.

Tributación por cambios de posición entre fondos con administrador común. **Enseguida, diversas modificaciones legales y regulatorias verificadas durante los últimos años han incentivado la creación de administradoras de familias de fondos. La venta de activos entre fondos con un administrador común requiere necesariamente la liquidación de la inversión en el fondo vendedor con la siguiente carga tributaria implícita, por lo que se propone postergar el impuesto a las ganancias de capital en las ventas o permutas de activos entre fondos con administrador común, hasta la enajenación de dichos activos.**

Estas dos medidas se realizarán mediante la modificación de la Ley sobre Impuesto a la Renta (Decreto Ley N° 824 de 1974), eximiendo de impuesto a las ganancias de capital accionaria para capital de riesgo, y la ganancia de capital en las ventas de activos entre fondos con administrador común.

**Traspaso de rentas exentas.** Los ingresos por rentas exentas de impuestos de los activos subyacentes<sup>21</sup> que mantienen los fondos de inversión podrán ser traspasados a los tenedores de cuotas del fondo.

El proyecto parte de la base que los activos subyacentes que componen la cartera de inversiones de un fondo de inversión pueden estar sujetos a distintos regímenes de

---

<sup>21</sup> Es el activo al que está referenciado el warrant, los cuales son valores negociables en bolsa. Este activo puede ser una acción, un índice bursátil, un tipo de cambio, una tasa de interés, precio de materia prima, cestas o combinaciones de varios de estos tipos de activos.



tributación que pueden incorporar beneficios tributarios. De ahí que se estime que el traspaso de tales beneficios a los tenedores de cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo representa un atractivo incentivo a la inversión y al financiamiento de este tipo de proyectos. Por ello, se propone que al momento de la liquidación del fondo de inversión, éste podrá distribuir entre los aportantes valores representativos de los activos subyacentes del fondo sin desencadenar el pago del impuesto a las ganancias de capital. Este impuesto se aplicará sólo cuando el activo subyacente sea efectivamente vendido.

De esta manera, se elimina la distorsión tributaria que desfavorecía la inversión a través de fondos de inversión bis-a-bis los activos subyacentes de manera directa.

**Tratamiento tributario y reparto de beneficios por parte de los fondos mutuos.** Por otra parte, la Ley de Impuesto a la Renta y la Ley de Fondos Mutuos, establecen tratamientos para el reparto de los dividendos de los fondos con exención tributaria, en el primer caso, y reparto de beneficios de todos los fondos mutuos, en el segundo. Puede darse que un aportante no tenga la calidad de tal el día de pago de dividendos pero si lo tenga para el día de pago de los beneficios pudiendo éste recibir dichos beneficios aún cuando no era partícipe el día de pago de dividendos. Por lo tanto, se aclara que tendrán derecho al reparto de beneficios provenientes de los dividendos aquellos que eran partícipes el día de reparto de estos dividendos.

Lo anterior se hará efectivo mediante la modificación de la Ley sobre Fondos Mutuos (Decreto Ley N° 1.328), perfeccionando el tratamiento tributario y el reparto de beneficios por parte de los fondos mutuos y la Ley sobre Impuesto a la Renta.

El análisis de estos tópicos se realizará al final de la sección 4.1

### **3.2 Objetivo: Reducción de los Costos de transacción y contratación comercial sofisticada.**

En segundo lugar, coincidente con el fortalecimiento de la industria y del financiamiento de proyectos de capital de riesgo, se ha verificado que la carencia de una estructura social flexible y de modelos legales orientados a facilitar su financiamiento por la vía de la constitución de prendas o garantías, impiden el eventual desarrollo de este tipo de industria. Los ejes centrales de este objetivo tienen dos componentes: Organización Societaria y Prendas.

### **3.2.1 Estructura de capital de riesgo necesita estructura social flexible.**

En el marco del robustecimiento y desarrollo de la industria de capital de riesgo, la experiencia internacional demuestra que uno de los elementos que ha resultado clave para el buen funcionamiento de este tipo de actividades, ha sido contar con un vehículo social lo suficientemente flexible que permita separar los roles y derechos de los distintos tipos de participantes.

Actualmente la legislación nacional cuenta con varios tipos sociales, ninguno de los cuales resulta ser completamente apropiado para el desarrollo de la industria de capital de riesgo. Se ha detectado que el diseño social que se propone a través de la Ley de Sociedades Anónimas no encaja con las características y necesidades de la industria que se está estudiando.

Lo anterior se produce porque el objetivo primario de Ley de Sociedades Anónimas es regular las Sociedades Anónimas Abiertas, dejando en un nivel menor a la Sociedad Anónima Cerrada<sup>22</sup>. Este diseño acabó por infundir esquemas legales propios de la Sociedad Anónima Abierta en la Sociedad Anónima Cerrada.

Este fenómeno incrementó el número de rigideces estructurales de las Sociedades Anónimas Cerradas, siendo éstas suplidas con artificiosos mecanismos legales que

---

<sup>22</sup> Las S.A. Abiertas, son aquellas que pueden ofrecer públicamente sus acciones, para lo cual requieren inscribirse en el Registro de Valores, quedando sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Tratándose de entidades bancarias, éstas son fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). En cambio, las S.A. cerradas no pueden hacer oferta pública de sus acciones, salvo que se sometan voluntariamente a la fiscalización de la SVS.

buscaban superar dichas dificultades por medio de pactos privados, paralelos a la estructura estatutaria de la Sociedad Anónima Cerrada. Lo precedente trajo consigo una pérdida de transparencia estatutaria y un incremento en los costos necesarios para la creación de una sociedad dedicada al capital de riesgo, en una industria donde la necesidad de liquidez en las etapas tempranas es aún mayor que en otras actividades.

Por lo anterior, es necesario contar con un tipo social donde la participación de cada socio sea fácilmente transable, de manera de permitir una salida expedita y así se creen los incentivos a participar en la industria de capital de riesgo. Con relación al desarrollo de proyectos de empresas emergentes, el vehículo que canaliza la inversión en tales iniciativas emergentes resulta ser uno de los elementos más determinantes al momento de medir el costo y las contingencias involucradas en el mismo. Un vehículo social eficiente bajará los costos de entrada a la inversión en capital de riesgo y tal efecto es, de por sí, una herramienta de fomento a la inversión y un desarrollo de esta industria. Lo anterior será tratado con mayor profundidad en la sección 4.2 del capítulo.

### **3.2.2 Proyecto de Ley**

**Creación de un nuevo tipo social: La Sociedad de Responsabilidad Limitada por Acciones.** Ponderando el costo y las dificultades que generaría introducir un elevado número de modificaciones, pero manteniendo los regímenes existentes dentro de un mismo cuerpo legal para la Sociedad Anónima Cerrada y las Sociedades Anónimas Abiertas, se ha optado por crear una nueva modalidad social dentro de la Ley de Sociedades Anónimas, esta es, la Sociedad de Responsabilidad Limitada<sup>23</sup> por Acciones (SPA), como un

---

<sup>23</sup> La Sociedad de Responsabilidad Limitada se define como una sociedad mercantil personalista-capitalista con razón social o denominación, y capital fundacional representado por partes sociales nominativas, no negociables, suscritos por socios que responden limitadamente, salvo aportaciones suplementarias o prestaciones accesorias. Además el 11 de febrero de 2003, se publicó en el diario oficial la Ley N° 19.857, que autorizó el establecimiento de empresas individuales de responsabilidad limitada. En virtud de esta ley, cualquier persona natural puede conformar una empresa individual, que funcione como persona jurídica, con patrimonio propio y con responsabilidad limitada al aporte, para esto debe cumplir con los requisitos, entre

instrumento de organización corporativa flexible y dinámico, donde los estatutos de la sociedad reflejen los intereses de quienes la conforman, incluyendo la participación del capital, la estructura administrativa, y el rol de las juntas de accionistas.

Así, al contar con una organización societaria flexible que posibilite, por ejemplo, controlar ciertas decisiones de una sociedad, sin necesidad de ser el accionista mayoritario de la compañía o llamar a una junta de accionistas. Esto se logra por la vía de tener contratos entre privados y contar con mecanismos flexibles de organización societaria, donde prevalezcan los acuerdos entre las partes.

Esta nueva forma de organización resultará particularmente útil para aquellas sociedades de pocos accionistas, con participaciones de inversionistas más sofisticados. Además se adecua en mejor forma a los requerimientos de la industria de capital de riesgo, al dotarlos de la flexibilidad necesaria para aquella industria, que los diseños sociales actualmente vigentes no logran satisfacer.

Las principales características de las nuevas sociedades de responsabilidad limitada por acciones son:

**Existencia y objeto.** En primer lugar, el objeto de la nueva sociedad que se crea, será siempre mercantil. Esta sociedad podrá contar con uno o más socios.

**Emisión de Acciones por parte del directorio.** En segundo lugar, a menos que los estatutos señalen lo contrario, la administración de la sociedad estará facultada para incrementar el número de acciones de la sociedad sin necesidad de emitir acciones de pago o provocar un aumento de capital. Asimismo, se faculta a la administración para emitir acciones de pago derivadas de un aumento de capital las que podrán ser colocadas libremente por la administración entre accionistas o terceros a cambio de dinero o capitalizando deudas, como asimismo para destinarlas al pago de trabajo o gestión. Para gozar de esta facultad, la administración debe ser previamente autorizada por la junta de

---

ellos, constituirse mediante escritura pública, cuyo extracto sea publicado en el diario oficial e inscrito en el registro de comercio correspondiente al domicilio de la empresa.

accionistas por mayoría simple a menos que los estatutos establezcan una mayoría calificada, caso en el cual los accionistas disidentes tienen derecho a retiro, o bien contar con una aprobación general establecida en los estatutos sociales.

**Término para el pago del capital.** En tercer lugar, los accionistas determinarán libremente, a través de los estatutos sociales, el plazo para enterar el capital social o posteriores aumentos de capital, y en su defecto debe quedar pagado o enterado dentro del quinto año contado desde su emisión o constitución social.

**Aportes Distintos de Dinero y reajuste del capital denominado en moneda extranjera.** En cuarto lugar, se propone que la junta de accionistas o los estatutos determinen libremente la forma en que serán valorados los aportes no consistentes en dinero sin que la junta deba adicionalmente aprobar la evaluación efectuada bajo esta facultad. En el silencio de uno u otro, serán valorados de la manera que lo establezca la administración. Asimismo, se entrega a los estatutos sociales determinar la forma de reajuste del capital social y de los saldos insolutos de las acciones suscritas y no pagadas que estén denominados en moneda extranjera.

**Derecho de Suscripción Preferente.** En quinto lugar, los estatutos sociales podrán establecer el derecho de los accionistas para suscribir de manera preferente acciones, valores convertibles en acciones, o cualquier otro valor que confieran derechos futuros sobre acciones de la sociedad y, en el silencio de aquellos, se estimará que no hay tal derecho. No obstante, la junta de accionistas para una emisión específica podrá establecer derecho de suscripción preferente.

**Clases y Privilegios.** En sexto lugar, el capital social de estas sociedades se constituirá en acciones que pueden tener todo tipo de privilegios dentro de su clase o serie. Tales privilegios no requieren de compensaciones y pueden establecer la eliminación total o parcial de uno o más derechos sociales, cualesquiera sean estos. Asimismo, se autoriza a los estatutos para disponer de series sin derecho a voto, con derecho a voto limitado o con derecho a dos o más votos por acción.

**Dividendos Asegurados o por área de negocio.** En séptimo lugar, se permite establecer privilegios relativos a dividendos asegurados que deben pagarse siempre sobre utilidades líquidas o retenidas, pero en caso de pérdidas, tales dividendos insolutos podrán anotarse en una cuenta especial creada al efecto con el objeto de pagarse con preferencia a las restantes acciones, sin perjuicio de otras preferencias que puedan prevalecer. Del mismo modo, sujeto al establecimiento de un plan de separación de cuentas que asegure el pago de los impuestos aplicables y evite la duplicidad de ingresos o gastos deducibles de ingresos, podrán segregarse unidades de negocio de manera que los dividendos o demás derechos económicos de una serie de acciones pueda relacionarse directamente del rendimiento de dicha unidad de negocios.

**Límites de Concentración y Pactos de Venta.** En octavo lugar, se autoriza a los estatutos para que puedan establecer porcentajes o montos mínimos o máximos del capital social para uno o más accionistas, directos o indirectos. En caso de sobrepasarse los márgenes, los estatutos contendrán disposiciones de ajuste de participaciones o mecanismos de salida.

**Administración y fiscalización de la sociedad.** En noveno lugar, los accionistas podrán libremente establecer en los estatutos la forma en que la sociedad se administrará. En su defecto, se aplicarán normas iguales a las actualmente existentes para las sociedades anónimas cerradas. De igual manera, los accionistas podrán libremente establecer en los estatutos la forma de fiscalización de la sociedad. Si estos nada dijeren, la junta de accionistas deberá nombrar anualmente un auditor independiente con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros.

**Juntas de accionistas.** En décimo lugar, los accionistas pueden libremente establecer en los estatutos las formalidades en que la sociedad convocará a junta de accionistas, la representación en la junta, la forma en que se realizaran las elecciones y votaciones y los registros de actas y en su defecto, se aplican normas iguales a las actualmente existentes para las sociedades anónimas cerradas. No obstante a lo anterior, se establecen ciertos acuerdos de junta que necesitarán del voto conforme de al menos el 67% de los votos, a menos que los estatutos establezcan lo contrario, que desencadenan el derecho a retiro para el accionista disidente. Asimismo, se entrega a los estatutos establecer la forma en que se

valorarán las acciones que gocen de derecho de retiro. En el silencio de los estatutos, se valorizan al valor libro de la acción.

**Arbitraje.** Finalmente, Los estatutos sociales establecen la forma en que se designan él o los árbitros que conocerán las diferencias que ocurran entre los accionistas o entre éstos y la sociedad o su administración.

### **Fundamento de la nueva regulación: las dificultades para acceder al crédito para la industria de capital de riesgo.**

En primer lugar, como parte de la descripción desarrollada con relación al fomento del capital de riesgo, se ha considerado que la mayor o menor facilidad de acceso al crédito es un factor relevante en la generación de nuevos proyectos de inversión. El incentivo a tales inversiones puede lograrse no sólo a través de asistencias o fomento directo, sino que también en virtud de mejoras efectivas en la infraestructura y tecnología contractual que organiza la industria del crédito de otros productos financieros accesorios. En concreto, las garantías son elementos claves en la industria financiera, al elevar la calidad crediticia de un deudor, dándole acceso al financiamiento si no lo tuviere o bien permitiéndole obtenerlo en condiciones más competitivas.

El sistema legal chileno contempla actualmente siete tipos de prendas, ninguna de las cuales solucionan por sí sola todas las necesidades que la actividad comercial y crediticia requiere. Tales prendas son: la Prenda Civil, regulada por el Código Civil; la Prenda Comercial, regulada por el Código de Comercio; la Prenda de Valores Mobiliarios a favor de los bancos, regulada por la Ley N° 4287; la Prenda Agraria, regulada por la Ley N° 4097; la Prenda sobre Compraventa de cosas muebles a plazo, regulada por la Ley N° 4702; la Prenda Industrial, regulada por la ley N° 5687; y la Prenda sin desplazamiento regulada por la Ley N° 18.112. Las tres primeras prendas requieren la entrega física del bien lo que las restringe enormemente. Técnicamente se les denomina “con desplazamiento”. Las prendas agrarias, industrial y de venta de cosas muebles a plazo, si bien no requieren la entrega física de la cosa prendada, tienen diversas limitaciones derivadas del tipo de bienes y negocios a las que se aplican. La Ley de prenda sin desplazamiento, que es la más moderna y amplia, contiene también ciertas rigideces y limitaciones. En efecto, la forma en

que se realiza la publicidad de esta Ley es mediante la publicación de un extracto de la escritura del contrato en el Diario Oficial, los días 1 ó 15 de cada mes, con lo cual el acreedor prendario debiera revisar la totalidad de la publicación antes mencionada para asegurarse que el bien no tenga otros gravámenes anteriores. Lo anterior se traduce en mayor incertidumbre para el acreedor prendario, y por ende, eleva el costo de financiamiento para los proyectos de inversión.

En consecuencia, mediante la presente iniciativa de Reforma al Mercado de Capitales II, se crea una nueva prenda sin desplazamiento, prohibiéndose la constitución de las otras prendas especiales de la misma naturaleza, esto es, la actual prenda sin desplazamiento, agraria, industrial y de compraventa a plazo, a fin de eliminar la incertidumbre que se produce respecto de bienes gravados con más de una de aquellas prendas. Con todo, se dispone que las prendas constituidas bajo el imperio de dichas leyes, mantienen su vigencia y continúan rigiéndose en todo de acuerdo con tales reglas a menos que las partes de las mismas, voluntariamente deseen migrar al nuevo sistema.

Además, la nueva ley de prendas sin desplazamiento y la creación de un registro único de prendas, tiene por objeto reducir el costo de financiamiento para quienes usan o potencialmente puedan acceder al crédito prendario. Se ha verificado que especialmente en empresas medianas y pequeñas, las prendas y garantías constituyen una forma muy habitual de acceder a financiamiento en condiciones más competitivas. Por esta vía, el contar con una ley de prendas flexible y un registro único a nivel nacional que permita otorgar más información al mercado, promoverá el acceso al crédito competitivo a muchas empresas y disminuir los costos de financiamiento.

Para tal efecto, la nueva Ley de Prenda que se propone, tiene las siguientes características principales:

- Se autoriza su constitución por escritura privada autorizada ante notario.
- Se permite preñar inventarios y cuentas por cobrar (salvo letras o pagarés que mantienen el “endoso en garantía” como forma de constituir la prenda).
- Se autoriza la posibilidad de preñar valores, derechos y contratos.



- Se permite la denominada “prenda flotante”.
- Se establece un registro único de prenda a cargo del Servicio de Registro Civil e Identificación. De esta forma, la única formalidad aplicable para esta prenda es la inscripción de dicha garantía en el registro así creado, que se constituye en la forma mediante la cual se transferirá el derecho real de prenda.

El proyecto, entonces, propone cambios en relación con asuntos sociales privados, el uso y otorgamiento de garantías y cauciones, la prelación de créditos y el uso de instrumentos de derivados financieros.

### **3.3 Objetivo: Perfeccionamiento del funcionamiento de los Gobiernos Corporativos.**

Según el consenso alcanzado, gobierno corporativo es un sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas, donde se especifican la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos partícipes de la sociedad: el directorio, la administración, los accionistas y los terceros relacionados, donde se deben tener claras las reglas y procedimientos para la toma de decisiones de los asuntos corporativos. El análisis crítico de gobiernos corporativos es estudiado en la sección 4.3.

#### **3.3.1 Gobiernos corporativos en Chile.**

Chile en materia de gobiernos corporativos es el mejor evaluado de Latinoamérica<sup>24</sup>, y ha desarrollado un creciente interés porque este concepto adquiera cada vez más relevancia en su aplicación, puesto que en opinión generalizada de los distintos agentes del

---

<sup>24</sup> Informe ROSC realizado por el Banco Mundial, Septiembre 2003.

mercado, contar con un buen gobierno corporativo agrega valor a las empresas. Ello, considerando además que las sociedades anónimas en el país presentan un importante grado de concentración de la propiedad, pues los cinco principales accionistas controlan el 80% de la participación, mientras que en promedio el principal accionista tiene 55%. Así se verifica que a la fecha 114 sociedades anónimas cuentan con dichos comités, compuestos por 391 miembros, de los cuales 171 son directores independientes y 220 son directores relacionados al controlador.<sup>25</sup>

### **3.3.2 Situación actual de los gobiernos corporativos.**

En Chile la Ley de Opas, promulgada en el año 2000, es una de las normas legales más importantes en materia de regulación de gobiernos corporativos ya que apunta a equilibrar los derechos de los accionistas mayoritarios con los minoritarios en las sociedades anónimas abiertas. Para ello se establecieron normas respecto a la información que deben entregar ejecutivos y accionistas controladores sobre compras o ventas de las acciones de las compañías donde estén involucrados. La normativa también creó los comités de directores que ven temas como las transacciones entre partes relacionadas, la compensación de gerentes y ejecutivos principales y el uso de información privilegiada. Cabe señalar que el artículo 50 bis de la Ley de Sociedades anónimas establece que las sociedades anónimas abiertas deberán designar el comité de directores cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior a UF 1.500.000. Así, si durante el año se alcanza dicho patrimonio, la sociedad estará obligada a designar comité a contar del año siguiente. Por el contrario, si se produce una disminución del patrimonio bursátil a un monto inferior, la sociedad no estará obligada a mantenerlo a contar del año siguiente.

En Estados Unidos se puede mencionar la Ley Sarbanes - Oxley, promulgada en el año 2002 luego de los escándalos financieros de Enron y Worldcom<sup>26</sup>. Esta ley reglamenta

---

<sup>25</sup> Diario Estrategia, 19 de Abril de 2004.

<sup>26</sup> Empresas norteamericanas de rubros eléctricos y tecnología respectivamente, involucradas en escándalos financieros, adulterando información contable.

las atribuciones de los directorios, a través de un organismo regulador llamado “Junta Supervisora de Corporaciones Públicas de Contabilidad”, la que además tiene una función normativa de aspectos fundamentales, tales como la creación y conformación de los directorios, enfatizando en las áreas de auditoría, control de calidad e independencia y transparencia de la información que entregan las empresas a los agentes externos.

Dada la relevancia del tema, el gobierno chileno solicitó un informe de evaluación al Banco Mundial para medir el grado de cumplimiento de los estándares internacionales en materia de gobiernos corporativos.

En vista de los resultados obtenidos por el país en dicho reporte, se ha hecho evidente la necesidad de mejorar la legislación en estas materias, con el objeto de adecuar al país a los estándares internacionales propuestos por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). En este campo, el proyecto de ley de Reforma al Mercado de Capitales II que se presenta, contiene variadas propuestas tendientes a perfeccionar normas legales introducidas por modificaciones pasadas, e incorporar avances efectivos en las áreas de diseminación de información, derechos sociales, transacciones entre partes con intereses relacionados, protección del derecho e interés de minorías, transparencia contractual en fondos administrados por terceros, herramientas de fiscalización de traspaso y utilización fraudulenta de información privilegiada, que estará a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Para el caso de esta investigación se tomará la descripción anterior de gobiernos corporativos, los hechos y fundamentos que basan la instauración de una reforma, que sin duda, han provocado una serie de aspiraciones a mejorar y transparentar su funcionamiento de acuerdo a estándares internacionales, buscando tanto la mejora en la apreciación de los agentes internos como en la proyección de imagen país que da legislar y/o modernizar sobre el funcionamiento de este estamento.

---

### **3.3.3 Proyecto de Ley.**

El proyecto presenta las siguientes medidas:

**Autorización de votación a distancia.** Se busca crear un espacio para que aquellos accionistas que no puedan presentarse físicamente en la junta de accionistas, puedan emitir su voto por medios remotos. La modificación fue diseñada de forma tal, que los detalles de la operatoria de los sistemas de votación deben ser explicitados en el reglamento de la ley. En dicho reglamento se pretende contemplar votaciones incluso a través de Internet y correo convencional. Además se establecen requisitos de envío de información a los accionistas antes de junta. Con relación a esto último, el reglamento requiere informes detallados respecto a los temas a tratar en junta, así como mayores antecedentes de los directores que se presentarían en elecciones, tales como participaciones en sociedades relacionadas y otros.

**Envío electrónico de información a accionistas.** Se permite el envío de información electrónicamente a accionistas en reemplazo de la obligación de publicar en periódicos. De esta manera, dada las facilidades que existen para acceder a Internet, se privilegia el envío electrónico de informaciones o publicaciones a través de este medio, eliminado, a su vez, publicaciones de prensa e información dirigida a los accionistas.

**Derechos de acciones suscritas y pagadas versus no pagadas.** Actualmente la ley señala que las acciones cuyo valor no se encuentre totalmente pagado tienen los mismos derechos que las íntegramente pagadas, salvo en lo relativo a los beneficios sociales y devoluciones de capital. Ello, en la práctica, ha implicado que los accionistas que sólo hayan suscrito sus acciones pueden tener participación en la administración e incluso llegar a controlar la sociedad. El proyecto propone cambios en esta materia, postulando que todos los derechos de los accionistas, incluidos los de participación en la administración, sean en función de sus aportes a la sociedad. Con esto, se autoriza para que los estatutos puedan alterar esta disposición.

**Transacciones entre sociedades relacionadas.** Se amplía el concepto de interés respecto de un director implicado, a los controladores y personas relacionadas que votaron por aquel para lograr una elección arbitraria. Asimismo se precisa de mejor manera el rol del

directorio con relación a las transacciones entre sociedades relacionadas. Lo anterior obliga al directorio a establecer si se ajustan a condiciones de mercado. Además permite que el directorio pueda determinar las transacciones y la forma en que se pueden realizar.

Similarmente, se perfecciona la normativa que trata sobre el comité de directores. Para tal efecto, se establece que este comité debe proponer las condiciones generales a las que se podrá llevar a cabo el tipo de transacciones en cuestión, informando posteriormente respecto del cumplimiento de las condiciones de equidad mencionadas y pronunciarse respecto de los informes de los peritos evaluadores.

Para lograr el perfeccionamiento de las sociedades existentes, en lo que respecta a lo anterior presentado, el proyecto modifica la Ley de Sociedades Anónimas (Ley N° 18.046), buscando una mejor regulación y transparentar la gestión sobre estas materias.

### **3.4 Objetivo: Fortalecimiento de los mecanismos de ahorro previsional voluntario.**

De acuerdo a la Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones (SAFP) el Ahorro Previsional Voluntario o APV es un mecanismo creado por el Estado que permite a las personas dependientes e independientes, ahorrar con importantes beneficios tributarios por sobre lo que cotizan obligatoriamente en su AFP. Esto con la finalidad de anticipar la edad de jubilación o aumentar el monto de la pensión a la edad legal. El APV entró en vigencia el 1 de Marzo de 2002.

#### **3.4.1 Implicancias del APV.**

Los trabajadores dependientes, que accedan al APV, podrán rebajar, de la base imponible del impuesto único de segunda categoría, los montos de las cotizaciones voluntarias y depósitos de ahorro previsional voluntario (APV), efectuados mediante el descuento de su remuneración por parte del empleador, con un tope de 50 UF mensuales o 600 UF anuales, según el valor de la UF al último día del mes respectivo.

Asimismo, podrán reliquidar, en conformidad al procedimiento establecido en el artículo 47° de la Ley sobre Impuesto a la Renta<sup>27</sup>, el impuesto único de segunda categoría, impuesto que afecta a los trabajadores dependientes, rebajando de la base imponible, el monto de las cotizaciones voluntarias y depósitos de ahorro previsional voluntario que

---

<sup>27</sup> El artículo 47° de la Ley de la Renta, establece una normativa a los trabajadores del artículo 42° N° 1 (trabajadores dependientes), que durante un año calendario o en una parte de el hayan obtenido rentas de más de un empleador, patrón o pagador simultáneamente, deberán reliquidar el impuesto de Segunda Categoría aplicado a las rentas del trabajo.

hubieren efectuado directamente en una institución autorizada<sup>28</sup> o en una Administradora de Fondos de Pensiones, hasta por un monto total máximo anual equivalente a la diferencia entre 600 Unidades de Fomento, según el valor de ésta al 31 de Diciembre del año respectivo, menos el monto total de los depósitos de ahorro previsional voluntario y cotizaciones voluntarias enteradas a través del empleador.

Por otro lado, los trabajadores independientes se les permite rebajar de su renta imponible los ahorros previsionales voluntarios que realicen, pero con un límite de 8,33 veces el 10% de su cotización obligatoria anual medida en UF. En todo caso no se podrán exceder las UF 600 anuales, al valor de la UF al 31 de diciembre del año respectivo, siendo estos beneficios análogos a los que tienen los trabajadores dependientes al realizan APV.

En caso que los recursos originados en cotizaciones voluntarias o depósitos de ahorro previsional voluntario sean retirados y no se destinen a anticipar o mejorar las pensiones de jubilación, el monto retirado quedará afecto a un impuesto único que se declarará y pagará en la misma forma y oportunidad que el impuesto global complementario. Las Administradoras de Fondos de Pensiones o instituciones autorizadas deberán retener un impuesto con una tasa del 15%<sup>29</sup> sobre los montos retirados y que servirá de abono al impuesto único que se determine. Lo anterior se extiende tanto para trabajadores dependientes como independientes.

Además, los recursos antes mencionados, podrán ser retirados como excedentes de libre disposición cuando el afiliado cumpla los requisitos establecidos en la ley. Estas sumas si tienen una antigüedad superior a 48 meses a la fecha de la determinación del excedente de libre disposición, podrán ser retiradas libres de impuesto hasta por un máximo anual equivalente a 200 UTM, no pudiendo exceder dicha exención el equivalente a 1.200 UTM. Alternativamente, el afiliado podrá optar por acoger sus retiros a una exención

---

<sup>28</sup> Bancos e Instituciones Financieras, Administradoras de Fondos Mutuos, Compañías de Seguros de Vida, Administradoras de Fondos de Inversión y Administradoras de Fondos para la Vivienda.

<sup>29</sup> Artículo 42° bis, Ley sobre Impuesto a la Renta.

máxima de 800 UTM durante un año. Los imponentes del Instituto de Normalización Previsional (I.N.P.), podrán efectuar cotizaciones voluntarias en una Administradora de Fondos de Pensiones y depósitos de ahorro previsional voluntario en una institución autorizada. Dichos montos podrán ser retirados por los trabajadores, quedando afectos a las disposiciones del número 3 del artículo 42° bis de la Ley sobre Impuesto a la Renta.

El objetivo del Ahorro Provisional Voluntario dependerá del destino que se les de a los fondos acumulados, existiendo dos alternativas:

**a) Fondos destinados a pensión:** Cuyo objetivo es aumentar la pensión al momento de jubilarse o anticipar la pensión. Estos fondos estarán afectos a impuesto único en forma mensual al momento de su retiro como pensión (equivalente al Global Complementario), junto a los fondos cotizados obligatoriamente.

**b) Fondos retirados:** Los trabajadores podrán retirar anticipadamente estos fondos en cualquier momento de su vida laboral, pagando un recargo sobre la tasa vigente del global complementario que varía entre un 3% y un 7% aproximadamente, de acuerdo al nivel de sus rentas en ese momento.

El Consejo del Banco Central de Chile, junto a su Presidente, realizaron las siguientes modificaciones al DL 3.500 de 1980, que rigen a contar desde el 1° de enero de 2003:

a) Se establece que los instrumentos autorizados, mencionados en el artículo 45° del D.L.3.500, deberán encontrarse aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo<sup>30</sup>, previa solicitud presentada en tal sentido por alguna Administradora de Fondos de Pensiones.

b) Se determina el límite máximo de inversión en relación al valor del Fondo de Pensiones del que se trate. Si corresponde a inversiones de un Fondo de Pensiones Tipo A, B, C o D,

---

<sup>30</sup> Entidad cuya función es aprobar o rechazar instrumentos representativos de deuda y capital, de emisores nacionales y extranjeros, susceptibles de ser adquiridos con los recursos de fondos de pensiones de Chile.



en cuotas de participación de un mismo Fondo de Inversión de Capital Extranjero, no podrán exceder de un monto equivalente al 1% del valor del respectivo Fondo de Inversión.

### **3.4.2 Proyecto de Ley.**

En la segunda reforma al mercado de capitales, se busca fortalecer los mecanismos de ahorro previsional voluntario.

Se realizarán las siguientes modificaciones.

**Se perfeccionan los mecanismos de ahorro previsional voluntario** de manera de hacer más flexible y competitivo un mecanismo que ha demostrado su alto grado y valor de uso. El proyecto incluye mecanismos que posibiliten los planes de ahorro asociados o APV colectivos, en los cuales el empleador pueda realizar aportes complementarios del ahorro voluntario de sus trabajadores, los que gozarán de un beneficio tributario al ser reconocidos como gastos necesarios para producir la renta<sup>31</sup> y ser imputables a las indemnizaciones por años de servicio. Se introduce un mecanismo de ahorro previsional similar al estadounidense 401-K<sup>32</sup>, en el que podrán participar actores distintos a las AFP.

**Se permite la desmaterialización de los bonos de reconocimiento.** Los bonos de reconocimiento son una transferencia de monto fijo que el Estado paga a las personas cuando cumplen los requisitos para pensionarse, siendo un compromiso con los imponentes del antiguo sistema público de pensiones.<sup>33</sup> A partir de la promulgación de la ley, todos los

---

<sup>31</sup> El artículo 31° de la Ley sobre Impuesto a la Renta, hace mención de los gastos aceptados que serán deducidos en cuanto se relacionen al giro del negocio, para la determinación de su renta líquida imponible.

<sup>32</sup> El 401-K es un sistema de ahorro previsional colectivo, que permite a los empleadores organizar planes de pensiones complementarios y de ahorro para sus trabajadores, a través de la contratación de su administración por cuenta del trabajador e implica aportes del empleador como patrocinador, con incentivos adicionales de tipo impositivo.

<sup>33</sup> Diario Estrategia, 14 de Julio de 2003.

valores emitidos serán desmaterializados y registrados electrónicamente en los sistemas Computacionales del Depósito Central de Valores (DCV), con la consiguiente disminución de los riesgos y costos asociados al manejo de emisiones físicas.<sup>34</sup> En la sección 4.4 se analizan las implicancias de este tema.

**Se corrige inequidad tributaria que permitía a las AFP ser los únicos oferentes de programas de ahorro previsional voluntario que no pagaban IVA por este servicio.** Para ello se realizan modificaciones a la Ley sobre el nuevo Sistema de Pensiones.

Los resultados esperados de este apartado se explicarán en la sección 4.4 del capítulo 4.

### **3.5 Objetivo: Fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación.**

El mercado de capitales se basa en la fe pública. Sin ella, éste colapsa, y con el, el sano funcionamiento del sistema de pagos, la canalización del ahorro hacia proyectos de inversión, y así, el desarrollo económico del país. Por esto, se hace necesaria la existencia de una regulación prudencial amplia que garantice las buenas prácticas comerciales, sin ahogar el emprendimiento privado o impedir la continua modernización de instrumentos y transacciones que día a día nacen en el mercado de capitales.

Así, es necesario un sano equilibrio entre la regulación y supervisión por parte del Estado, y las sanas prácticas y autorregulación que los partícipes privados deben realizar. Sin embargo, hechos recientes y lamentables nos han demostrado que el mercado de capitales no es inmune a estafas y robos por parte de participantes inescrupulosos y faltos de toda ética. El marco legal regulatorio en Chile se muestra en forma general al comienzo del apartado 4.5.

---

<sup>34</sup> Diario Financiero, 24 de Junio de 2003. Entrevista a Fernando Yáñez, Gerente General del DCV.

Ante esto, el Gobierno ha decidido aprovechar esta circunstancia y tornarla en una oportunidad para introducir modernizaciones a diversos cuerpos legales que garanticen el sano funcionamiento del mercado de capitales, pero sin introducir una regulación sobredimensionada.

El proyecto busca también fortalecer el rol de las instituciones privadas encargadas de fortalecer la autorregulación de mercado, tales como a las que se hace referencia en los títulos XIV de la Ley N° 18.045 y IV del Decreto Supremo N° 587.

Este objetivo contiene cinco ejes fundamentales: Estándares de operación en el mercado de valores, Calificación a la entrada, Facultades a los superintendentes para enfrentar situaciones de crisis, Supervisión coordinada, Coordinación entre autoridades reguladoras y supervisoras.

En este apartado se explicará cada uno de ellos.

### **3.5.1. Estándares de operación en el mercado de valores.**

El adecuado control de los riesgos operacionales es una pieza clave para el desarrollo del mercado de capitales. En este mismo sentido resulta importante operar con altos grados de transparencia. Por esta razón se proponen una serie de iniciativas para incentivar que todos los instrumentos de alto valor sean emitidos y transados de manera electrónica o inmaterial en el mercado de capitales. Asimismo, se propone elevar los estándares de operación de los intermediarios financieros por la vía de realzar sus requerimientos mínimos de capital y perfeccionar los mecanismos de control interno de las bolsas.

Uno de los aspectos que se puede destacar es que los estándares de operación en el mercado de valores tratan no tan solo de regularizar ciertas situaciones específicas, sino que también busca transparentar las operaciones de entidades determinadas o agentes de mercado que pertenecen al medio local. Para lo anterior se crearon las llamadas

“Superintendencias”<sup>35</sup>, las cuales tienen la misión tanto de regular como de fiscalizar preventiva y correctivamente el funcionamiento del mercado de capitales. Otra función, un tanto más implícita, es la búsqueda de transparencia en el funcionamiento de las sociedades involucradas, a través de la regulación de la información que fluye en el mercado, y también en la investigación para lograr un mercado eficiente.

Para graficar lo anterior, se puede mencionar el Caso Inverlink.<sup>36</sup> El menoscabo que generó este caso, minó la confianza con que operaba el sistema financiero, lo que se tradujo en las modificaciones de ciertos estándares de operación, siendo estos últimos decisivos en la conducta de esta empresa. La medida o estándar de operación intervenido, gatilló un incremento de la discrecionalidad con que las superintendencias permiten el ingreso de nuevos actores al sector bancario, de seguros de vida y administradoras de fondos de pensiones, a través de la aplicación de amplios criterios de idoneidad y solvencia con que los reguladores podrán calificar el otorgamiento de una autorización en tales industrias. En el caso específico de las empresas de seguros de vida, los organismos reguladores podrán indagar aquella información que puede estar en poder de otros entes reguladores acerca de la conveniencia o no de aceptar la solicitud de ingreso. La decisión final, quedará en manos de las tres superintendencias (SBIF, SAFPs y SVS) buscando siempre reforzar la coordinación de estos tres organismos.

---

<sup>35</sup> En Chile actualmente existen varias superintendencias entre las que destacan la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y la Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones (SAFP).

<sup>36</sup> Escándalo financiero, que involucró a dos entidades importantes en el mercado, Banco Central y Corporación de Fomento de la producción, y consistió en sustracción de información privilegiada del Banco Central y depósitos a plazo de la CORFO, lo que provocó una pérdida de confianza e inestabilidad en el sistema financiero.

### **3.5.2 Algunos estándares de operaciones básicos en el mercado chileno.**

Uno de los aspectos más sensibles en cuanto a parametrización de operaciones es la entrega de información. Se consideró necesario documentar en este aspecto, ya que la transparencia de la información es uno de los puntos más relevantes para la disminución de las asimetrías presentes en el mercado de valores, no solo en el mercado chileno, sino que también en la mayoría de los grandes mercados de capitales extranjeros. A continuación se enumeran los aspectos más importantes:

Información financiera que deben presentar las sociedades que efectúan oferta pública de valores.

El mercado chileno se encuentra regulado principalmente a través de la Ley de Sociedades Anónimas, Ley N° 18.046 de 1981, y la normativa emitida al respecto por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En este sentido, cabe mencionar la Norma de Carácter General N° 30 (NCG 30) de noviembre de 1989, que establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el Registro de Valores, su difusión, colocación y obligaciones de información continua; la Circular N° 501 de Octubre de 2001, que instruye sobre el contenido y la forma de los informes financieros de las sociedades inscritas en el Registro de Valores de la SVS; así como también otras diversas circulares que estipulan el tratamiento contable de determinadas materias.

#### **Tipo de información requerida.**

La Ley de Sociedades Anónimas establece que las sociedades cotizadas deben presentar a consideración de la junta ordinaria de accionistas una memoria razonada acerca de la situación financiera de la empresa en el último ejercicio, acompañada de su balance general, estado de ganancias y pérdidas y del respectivo informe de los auditores externos. En esta asamblea, se resuelve respecto de la aprobación, modificación o rechazo de tales informes, siendo los estados financieros que se aprueben la base para determinar los dividendos que se les distribuirá a los accionistas. En el caso que las sociedades posean inversiones en entidades filiales deben, además, presentar estados financieros en forma consolidada.

## **Estados financieros.**

Los estados financieros deben contener el balance general, el estado de resultados, el estado de flujo de efectivo y las notas explicativas a éstos. En el caso de la información anual se debe acompañar el informe de los auditores externos relativo a los estados financieros, requiriéndose también un informe de revisión de información interina de parte de éstos para los estados financieros que cubren el primer semestre de cada año.

En el caso que la sociedad cotizada posea filiales o coligadas de cierta relevancia, se incluyen anualmente los estados financieros individuales o consolidados de éstas con sus respectivos informes de los auditores externos.

## **Divulgación de la información.**

Toda la información señalada en el punto anterior debe ser proporcionada a la SVS y a las bolsas de valores en que se encuentre inscrita la sociedad. Para efectos de difusión, la SVS posibilita la consulta por parte del público, dejando estos antecedentes disponibles en su Archivo y en su página Web<sup>37</sup>. Además, con el propósito de que los accionistas conozcan con suficiente antelación la memoria sobre la cual deben pronunciarse en la asamblea anual, se exige que se les envíe en forma previa a la publicación del primer aviso en que se convoque a esa asamblea.

Por otra parte, durante los 15 días anteriores a la fecha de la junta ordinaria de accionistas, las sociedades y sus filiales deben mantener a disposición de sus accionistas los estados financieros con sus respectivos informes de auditores externos y memoria anual.

Adicionalmente, para lograr una mayor difusión de esta información, las sociedades deben publicar en forma íntegra sus estados financieros anuales auditados en un diario de amplia circulación en el lugar del domicilio social, con no menos de 10 ni más de 20 días de anticipación a la fecha de celebración de la junta de accionistas. No obstante lo anterior, la empresa puede optar por publicar las notas explicativas en forma simplificada, siempre y cuando sus auditores externos certifiquen que tal información no merece una opinión

---

<sup>37</sup> [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

distinta de aquella emitida respecto a los estados financieros completos, y en caso que los auditores hayan expresado una opinión sin ningún tipo de salvedades dicha publicación podrá efectuarse en forma resumida debiendo, en todo caso, señalar que los estados financieros se presentan completos.

### **Informes de Auditoria.**

Los estados financieros anuales de las sociedades deben ser auditados por auditores externos, a los que se les requiere estar inscritos en los Registros de la SVS, siendo sujetos de fiscalización en cuanto a la labor de auditoria que desarrollan. Por otra parte, los estados financieros semestrales, correspondientes al cierre de junio de cada año, son sometidos a revisión interina o limitada por parte de los mismos auditores externos designados en junta de accionistas de la sociedad.

Considerando la relevancia de las funciones que desempeñan los auditores externos, la ley exige a las distintas entidades que participan en el mercado de valores y, en particular a los emisores de valores de oferta pública, contratar los servicios de la profesión, asignándole a estos profesionales responsabilidades y estableciéndoles requisitos para el adecuado cumplimiento de su labor.

### **Clasificación de Riesgo.**

El marco legal y administrativo que rige a las entidades clasificadoras de riesgo reside principalmente en la Ley de Mercado de Valores, en las Normas de Carácter General N° 22, N° 23 y N° 25 de 1988, sobre registro de entidades clasificadoras, personas con interés y procedimientos generales de clasificación respectivamente, y en diversas circulares complementarias.

Cabe mencionar que es obligatorio que los emisores de títulos de deuda de largo plazo contraten, a su costo, la clasificación continua e interrumpida de estos valores con a lo menos dos entidades clasificadoras de riesgo diferentes, en cambio, tratándose de títulos accionarios o cuotas de fondos de inversión la clasificación es voluntaria. Por otra parte, luego de las últimas modificaciones introducidas a la Ley de Mercado de Valores con la Reforma de Mercado de Capitales I en Noviembre de 2001, en el caso de títulos de deuda

de corto plazo es suficiente con la presentación de una clasificación de riesgo y para los títulos de deuda destinados a los mercados especiales la clasificación es de carácter voluntaria.

### **Normas sobre información contable.**

La NCG 30 y la Circular N° 1.501 han establecido que tanto los estados financieros de una sociedad cotizada como los de sus filiales y coligadas, deben ser preparados de acuerdo a los principios y normas contables de aceptación general, emitidos por el Colegio de Contadores de Chile A.G., y a las normas dictadas por la SVS para las entidades inscritas en su Registro. En caso de producirse contradicciones entre ambas normas, prevalecen las dictadas por la autoridad reguladora.

### **Principio de la Regulación del mercado de valores.**

Los principios de regulación aplicados en nuestro país están enmarcados dentro de los principios internacionales de regulación de mercado de capitales. Actualmente Chile es miembro de IOSCO<sup>38</sup>, organismo internacional destinado a estandarizar y promover niveles de regulación básicos entre sus países miembros. Las labores las realiza a través de comisiones de expertos internacionales de los países miembros, que junto con intercambiar experiencias sobre el funcionamiento de los respectivos mercados locales, aúnan esfuerzos para unificar criterios, promover la integridad de los mercados y prevenir o minimizar las posibilidades de escándalos financieros.

Los treinta principios que emanan de esta organización son fundamentales para establecer criterios comunes, que deben ser implementados de manera práctica, bajo un marco legal acorde para alcanzar los objetivos de la regulación antes mencionada.

Los objetivos y premisas que establece esta organización son:

### **Referentes al Regulador:**

---

<sup>38</sup> IOSCO: Organización Internacional de Comités de estandarización de Mercados de Valores.



- Las responsabilidades del regulador deben ser claras y objetivamente estipuladas.
- El regulador debe contar con autonomía operativa y debe ser independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.
- El regulador debe contar con poderes adecuados, recursos apropiados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercitar sus poderes.
- El regulador debe adoptar procesos regulatorios, claros y consistentes.
- Los funcionarios de la entidad reguladora deben observar los más altos estándares profesionales incluyendo aquellos sobre confidencialidad.

#### Autorregulación:

- El régimen regulatorio debe hacer el uso más apropiado de las organizaciones de autorregulación que ejercen ciertas responsabilidades directas en sus respectivas áreas, de acuerdo al tamaño y complejidad de sus mercados.
- Los Organismos de Autorregulación deben estar sujetos a la tutela del regulador y deben observar los estándares de equidad y confidencialidad al ejercer los poderes y responsabilidades delegadas a ellos.
- Para el Cumplimiento de la regulación de Valores:
  - El regulador debe contar con poderes absolutos de inspección, investigación y fiscalización.
  - El regulador debe contar con poderes absolutos para hacer cumplir las normas.
  - El sistema regulatorio debe asegurar el uso efectivo y confiable de la inspección, investigación, fiscalización y poderes coercitivos, así como la implementación de un programa efectivo de cumplimiento.

#### Para la Cooperación en la Regulación:

- El regulador debe contar con la autoridad para compartir información tanto pública como reservada con sus contrapartes domésticos y extranjeros.

- Los reguladores deben establecer mecanismos de intercambio de información que fijen claramente cuando y como se compartirá la información tanto pública como reservada con sus contrapartes domésticos y extranjeros.
- El sistema regulatorio debe proporcionar asistencia a reguladores extranjeros cuando éstos necesiten información en el desarrollo de sus funciones y ejercicios de sus poderes.

Para los Emisores:

- Debe existir una completa, actualizada y veraz divulgación de los resultados financieros y otra información que resulte esencial para la toma de decisiones de los inversionistas.
- Los tenedores de valores en una empresa deben ser tratados de manera justa y equitativa.
- Estándares de contabilidad y auditoria deben ser de la más alta calidad e internacionalmente aceptados.

### **3.5.3 Proyecto de Ley.**

**Securitización de valores.** En primer lugar, el proyecto dispone que respecto a la securitización de valores, el pago del Impuesto de Timbres y Estampillas del bono securitizado<sup>39</sup> el cual debe ser acorde a lo ya pagado por los activos subyacentes que son luego destinados al patrimonio separado. Lo anterior se funda en que la actual normativa puede dar lugar a que se exija el pago total del Impuesto, cuando el valor de destinación de los activos securitizados es superior al valor efectivo de los activos subyacentes afectos al

---

<sup>39</sup> Instrumento de deuda emitido por una sociedad, generalmente por sociedades anónimas abiertas, que representa el compromiso del emisor de devolver el capital originalmente captado entre los inversores pagando, normalmente, un interés periódico. Instrumento característico que está avalado por los activos más líquidos de la sociedad.

Impuesto de Timbres y Estampillas. Por ello, a través de la presente iniciativa, se precisa que la tributación del Impuesto de Timbres y Estampillas correspondiente, en este caso, sólo alcanza el referido diferencial.

**Responsabilidad del pago del impuesto del deudor de créditos otorgados por bancos en el exterior.** En segundo lugar, el proyecto de ley pretende que la responsabilidad de pago del tributo recaiga en el deudor, para el caso de créditos otorgados por bancos en el exterior, ya que de otra manera no resulta debidamente fiscalizable su pago, según lo ha demostrado la experiencia.

Para cumplir con los dos puntos anteriores se modificará la Ley sobre Impuesto de Timbres y Estampillas<sup>40</sup> (Decreto Ley N° 3.475 de 1980)

**Defensor del cliente.** En tercer lugar, se propone crear el Defensor del Cliente. El rol de esta institución es resolver las reclamaciones de los clientes de un banco. Actualmente existe en algunos bancos nacionales. Pero un reconocimiento legal de esta institución es un buen avance en la información y transparencia que se debe al público y reemplaza el auxilio que, en el mismo sentido, podrían dar a los clientes instituciones ajenas al sector bancario y que podrían interferir en la fiscalización que corresponde exclusivamente a la institución especializada.

**Supresión de las sociedades Financieras.** En cuarto lugar, las sociedades financieras se justificaron un tiempo como bancos con menos operaciones, menos exigencias de capital y dedicadas principalmente al consumo. Posteriormente, los bancos crearon sus divisiones de consumo y fueron absorbiendo a través de ellas a todas las financieras existentes de manera que hoy ya no hay más financieras operando. Por otra parte, se ha rebajado el capital mínimo de los bancos nuevos a UF 400.000, que es la misma suma que se exige a las sociedades financieras, por lo que no existe ventaja alguna en formar estas últimas.

---

<sup>40</sup> En general esta ley grava con un impuesto específico documentos que representan valores monetarios, tales como cheques girados en el país, letras de cambio, libranzas, pagarés, créditos simples o documentados y cualquier otro documento que contenga una operación de crédito de dinero.

Por lo anterior y siguiendo la idea de la banca universal de iguales facultades y operaciones, pero que efectúen aquellas que indique la vocación de sus dueños y administradores, se propone suprimir de la legislación a las sociedades financieras.

Para hacer efectivo estos puntos se modificará la Ley de General de Bancos (Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997).

**Monto necesario para arbitraje.** En quinto lugar, se aumenta el monto que, disputado por un asegurado, puede obligar a las compañías de seguro a someter a arbitraje ante la Superintendencia de Valores y Seguros, de UF 120 a UF 500, dado que el límite actual resulta ser excesivamente restrictivo y no alcanza a cubrir, incluso la suma asegurada de seguros de carácter social, como el seguro obligatorio de accidentes personales de la Ley N° 18.490.

**Autorización para convenir pólizas con moneda de curso legal.** Se permite, a continuación, que la Superintendencia pueda autorizar a las compañías de seguros convenir pólizas en moneda de curso legal, de manera de impulsar la desindexación de la economía.

**Compatibilización con Tratados de Libre Comercio.** También, compatibiliza la legislación del mercado de seguros de acuerdo a los compromisos suscritos por la República de Chile en los recientes tratados de libre comercio, en lo relativo a servicios financieros.

**Información sobre solvencia de Compañías de Seguros.** Además, se avanza hacia una medición de la fortaleza patrimonial de los accionistas principales de las Compañías de Seguros. La Superintendencia debe tener facultades para requerir información respecto de la solvencia de los principales accionistas de la sociedad.

**Autorización de nuevas Compañías de Seguros.** Asimismo, para situaciones de cambio de control o compra de paquetes accionarios significativos resulta conveniente fortalecer las atribuciones de la superintendencia para que pueda evaluar una autorización basada en consideraciones de solvencia e integridad. Al mismo tiempo, se propone que el superintendente pueda requerir la opinión de otros superintendentes al momento de decidir respecto de una determinada autorización.

**Diferenciación del régimen de regularización de las compañías de seguros.** Se establece un régimen diferenciado de regularización de déficit patrimonial de las compañías de seguros, el cual es más estricto según sea la gravedad y origen del mismo.

**Defensor del asegurado.** Se crea, enseguida, de manera similar a la Ley de Bancos, la figura del Defensor del Asegurado, cuyo rol es resolver las reclamaciones de los clientes de una compañía.

**Autorización para otorgar créditos.** Se propone, también, permitir a las aseguradoras de crédito a invertir una parte de sus reservas técnicas en préstamos a asegurados de seguros de crédito.

**Autorización para otorgar préstamos de consumo.** Se propone, además, permitir a las aseguradoras invertir una parte de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo en préstamos de consumo y en otras inversiones que autorice la SVS, sujetas a las normas y límites por ella establecidos.

**Límites especiales.** Finalmente, se incorpora un límite especial para los préstamos a asegurados de pólizas de seguros de crédito, un límite especial por emisor, para instrumentos de mayor riesgo y un límite especial conjunto, para la suma de la inversión en instrumentos considerados.

Para hacer efectivas estas medidas se modificará la Ley sobre Compañías de Seguros (Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931).

**Facultad para requerir información sobre solvencia de accionistas de AFP.** Se avanza, por otra parte, hacia una medición de la fortaleza patrimonial de los accionistas principales de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Para tal efecto, se otorgan facultades a la Superintendencia para requerir información respecto de la solvencia de los principales accionistas de la sociedad, y así medir la fortaleza patrimonial de los controladores.

Esto se hará efectivo a través de la modificación de la Ley sobre el Nuevo Sistema de Pensiones.

**Desmutualización de las bolsas.** Al respecto, en primer lugar, el proyecto modifica varios artículos del título referido a las bolsas de valores, con el fin de dar la opción a las bolsas de valores de contar con corredores no accionistas. De esta manera, se propone eliminar el requisito de ser accionista de la bolsa para poder transar en ella en calidad de corredor. Al separar a las personas que tienen los derechos de propiedad de los que poseen los privilegios de transacción, puede ejercerse una mayor fiscalización y autorregulación, lo que reducirá el conflicto de intereses dentro de una bolsa estructurada como una mutual.

Adicionalmente, se propone que las bolsas de valores puedan ser objeto de procesos de cambios de control, ya que sólo se deberá adquirir una participación mayoritaria en la sociedad y no requerir la aprobación de los corredores que transan a través de ella. La estructura de propiedad de las bolsas desmutualizadas permitirá realizar aumentos de capital que facilitan la obtención de recursos para realizar mejoras tecnológicas a los sistemas de transacción u otros fines.

**Valores Extranjeros.** También se proponen cambios mediante los cuales se pretende flexibilizar el proceso de registro de valores extranjeros en el registro de valores de la Superintendencia y permitir un adecuado mecanismo de depósito y de custodia de dichos valores extranjeros. Para ello, se propone eliminar que la inscripción de un valor extranjero deba ser solicitada por el emisor cuando se cumplan ciertos requisitos.

En forma adicional, se incluyen cambios para obligar a la apertura de cuenta en las empresas de Depósito de Valores en forma desagregada para los mandantes que invierten a través de custodios, incrementándose los requerimientos técnicos para ser operador. Los requisitos que impone la industria para ser operador de dinero y otros valores deben ser mejorados a objeto de que estos agentes tengan conocimientos técnicos necesarios, y al mismo tiempo conozcan las consecuencias legales de cometer actos que van más allá de lo permitido por la ley. Esto permite elevar las penas aplicables a quienes cometan delitos.

Los puntos descritos anteriormente se perfeccionarán con la modificación de la Ley sobre Mercado de Valores (Ley N° 18.045)

**Permitir emisión de opciones de compra de acciones o Warrants.** Se propone, enseguida, explicitar estos instrumentos en la ley, los cuales estrictamente equivalen a opciones de compra. Los Warrants dan la opción a su comprador de adquirir la acción subyacente del emisor a un precio predeterminado. El nuevo artículo 26 bis, autoriza esta figura y establece un plazo de vencimiento de hasta 20 años.

Lo anterior se realizará con la modificación de la Ley sobre Sociedades Anónimas.

**Subcontratación de servicios externos.** El proyecto, además, deja expresamente contenido la facultad de las administradoras de conferir poderes especiales para encargar determinadas actividades, entendiéndose comprendidas entre éstas, la delegación de la administración de cartera. A este respecto, las Administradoras Generales de Fondos ya están, de hecho, autorizadas a hacerlo, pero no así el resto de las administradoras. Asimismo, se establece que el costo de dichas contrataciones, cuando se refiera a subcontratación de administración de cartera, sería de cargo de la administradora. De esta manera, se modifica la Ley para evitar que se usen los fondos de inversión privados para administrar recursos del mismo administrador con el objeto de rebajar la carga tributaria.

Esto se logrará a través de la modificación de la Ley sobre Fondos de Inversión.

**Apertura de cuentas de mandantes.** Se propone exigir también que el Depósito Central de Valores ponga a disposición de los mandantes, un listado de todas las operaciones realizadas con los valores depositados en forma trimestral, de manera que puedan controlar las transacciones realizadas por sus custodios.

**Flexibilidad en las emisiones desmaterializadas.** Enseguida, bajo las disposiciones legales vigentes, no es posible emitir efectos de comercio en forma de pagarés desmaterializados, debido a que, por una parte, puede existir un cuestionamiento legal al mérito ejecutivo del pagaré por el hecho de no encontrarse debidamente autorizado ante notario público y, por la otra, a la existencia misma del título, dado que al no encontrarse físicamente firmado por el suscriptor no valdría como pagaré. De ahí que la propuesta modifique el título de emisión de deuda de corto plazo de la ley N° 18.045, en el sentido de requerir escritura pública para las emisiones. Además, se modifica la ley N° 18.876, de

custodia de valores, en lo referente a emisiones desmaterializadas. Se aclara que para ningún título de crédito, se requerirán las formalidades o firmas que se requerirían de emitirse en forma material.

**Permitir depósitos y retiros de acciones electrónicamente en casos especiales.** En primer lugar, se modifica la ley para permitir efectuar de manera electrónica los depósitos y retiros de acciones en los casos de sociedades anónimas cuyos registros sean administrados por una empresa de depósito y custodia de valores. Para ello, se eximen de las formalidades propias del traspaso de dominio cuando se trate de este tipo de operaciones. De esta manera, debido a que la empresa de depósito mantiene el registro de accionistas, ésta puede abonar y acreditar automáticamente las cuentas respectivas previa comprobación de la existencia de los títulos, flexibilizando este proceso.

**Listado de aportantes de fondos de inversión.** Se propone, además, explicitar en la ley que las Administradoras de Fondos de Inversión tienen la obligación de poner a disposición del público, el listado auxiliar de accionistas que están representados por el Depósito Central de Valores en el registro de accionistas.

**Flexibilización de la capacidad del Depósito Central de Valores.** A continuación, se busca flexibilizar la capacidad del Depósito Central de Valores para prestar servicios adicionales a su giro, a sus depositantes que inviertan en estos valores. Con este fin, se propone modificar la ley ampliando el giro del depósito para el caso de valores extranjeros, siendo ello detallado en una norma de carácter general. En la actualidad, estas entidades tienen como objeto exclusivo, recibir en depósito de valores de oferta pública, de parte de las entidades que explícitamente señala la ley. A través de la enmienda propuesta, el depósito podría efectuarse en empresas de depósito y custodia extranjeras. En efecto, bajo un esquema de custodia virtual, los valores extranjeros se encontrarían depositados e inmovilizados en una entidad extranjera y las posiciones asociadas a dichos valores serían reflejadas virtualmente en el Depósito Central de Valores, manteniéndose éstas abonadas a las cuentas de los respectivos depositantes. Asimismo, se plantea que el Depósito tenga la posibilidad de representar a sus depositantes en juntas de accionistas de sociedades extranjeras.



Para el cumplimiento de estos dos aspectos se modificará la Ley sobre Depósito y Custodia de Valores (Ley N° 18.876).

**Eliminación de límite por emisor para fondos mutuos índice.** En primer lugar, el proyecto permite que a un fondo índice, es decir aquel donde las inversiones del fondo tienen una composición idéntica a la que tenga un determinado índice de medición de fluctuaciones de precio de valores de renta fija y/o variable existente, nacional o internacional, no le sean aplicables los límites por emisor del 10% y por grupo empresarial.

**Subcontratación de servicios externos.** A continuación, se deja expresamente contenido en las leyes de los fondos de inversión, fondos mutuos y fondos para la vivienda, la facultad de las administradoras, de conferir poderes especiales para encargar determinadas actividades entendiéndose comprendidas entre estas, la delegación de la administración de cartera. A este respecto, las Administradoras Generales de Fondos ya están de hecho autorizadas a hacerlo, pero no así el resto de las administradoras. Asimismo, se establece que el costo de dichas contrataciones, cuando se refiera a subcontratación de administración de cartera, será de cargo de la administradora. A su vez, se obliga a la Administradora a mantener los títulos representativos de acciones en una empresa de Depósito y Custodia de Valores.

**Procedimiento para clasificaciones discordantes de instrumentos fondos mutuos.** Se restablece, enseguida, la facultad para que la Superintendencia pueda definir procedimientos de clasificación de riesgo en el caso de instrumentos que cuenten con dos o más clasificaciones de riesgo discordantes.

**Cuentas corrientes a nombre de varios fondos mutuos.** Se explicita, además, la facultad que las administradoras, para los efectos de mantener dinero efectivo en bancos, perteneciente al o los fondos que administren, puedan abrir a nombre de uno o más fondos, una o más cuentas corrientes bancarias, las cuales serían inembargables.

**Límites de inversión de fondos mutuos.**

El proyecto, enseguida, aumenta el límite por emisor de inversión en fondos mutuos y de inversión nacionales desde un 10% hasta un 25%. Por otro lado, se precisa la facultad de

los fondos mutuos de invertir en títulos representativos de deuda emitidos o garantizados por entidades de su grupo empresarial.

Para hacer efectivo estos puntos se modificará la Ley sobre Fondos Mutuos.

**Otras materias.** Se establecen, además, menciones mínimas de política de liquidez contenida en el reglamento interno del fondo y además aquellas materias que otorguen derecho a retiro. Para ello, se amplía el plazo para el pago de las cuotas desde la fecha de emisión de éstas. También se corrigen inconsistencias y se obliga a mantener los títulos representativos de inversiones en empresas de Depósito y Custodia de Valores. Lo anterior se enmarca en el programa de Fortalecimiento de la Industria de Capital de Riesgo de CORFO y el Banco Interamericano de Desarrollo, el cual garantizará bonos emitidos por fondos de inversión que califiquen en dicho programa. De esta manera, se autoriza para que los fondos seleccionados puedan establecer en sus reglamentos internos políticas de endeudamiento y dividendos acordes a los requerimientos de la industria de capital de riesgo, así como de los requerimientos que permitan otorgar a las instituciones garantes los resguardos necesarios.

Esto se logrará a través de la modificación de la Ley sobre Fondos de Inversión.

### **Calificación a la entrada.**

La Calificación a la entrada, significa que la incorporación de cualquier nuevo actor a los negocios de la esfera de las entidades reguladoras, deberá ser autorizada por ellas.

En la segunda reforma al mercado de capitales, se propone ampliar las facultades de los superintendentes para poder calificar el otorgamiento de una determinada licencia en los casos de los bancos, compañías de seguros de vida y AFPs.

Se perfecciona la reserva técnica<sup>41</sup> sobre depósitos a la vista cambiando el concepto de capital básico patrimonio efectivo y permitiendo invertir dicha reserva en papeles del

---

<sup>41</sup> Se entiende por reserva técnica, los depósitos en cuenta corriente y los demás depósitos y captaciones a la vista que una empresa bancaria o sociedad financiera reciba, como

Banco Central o Tesorería a cualquier plazo. En primer lugar, en la actualidad, los depósitos a la vista deben quedar sujetos a reserva técnica en un cien por cien de su valor cuando exceden de dos y media veces el capital pagado y reservas del banco, llamado capital básico. Cuando se agregó a la ley la noción de patrimonio efectivo que comprende, además del capital básico, los bonos subordinados por hasta el cincuenta por ciento de su monto, no se modificó esta disposición. Se estima congruente con el resto de la ley cambiar la referencia al capital y reservas por una al patrimonio efectivo.

Esta modificación permitirá liberar fondos afectos a reserva sin aumentar el nivel de riesgo, ya que el patrimonio efectivo se utiliza en las normas de consolidación y límites crediticios.

Asimismo, actualmente la reserva técnica se constituye ya sea por dinero en caja o por documentos emitidos por el Banco Central o por el Fisco, mientras les resten menos de noventa días para su vencimiento. Se propone modificar lo anterior para permitir que la reserva técnica se pueda constituir con instrumentos del Banco Central y de la Tesorería General en la medida que cuenten con un alto grado de liquidez, independiente del tiempo que reste para su vencimiento. Todas estas modificaciones se enmarcan en la necesaria modernización y revisión del sistema de garantía estatal a los depósitos a la vista y en cuenta corriente.

Esto se realiza mediante la modificación de La Ley General de Bancos (Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997).

Se otorga facultad a la SVS para que en conjunto con las otras superintendencias pueda denegar la compra de más de un 10% de la propiedad de una sociedad en caso de considerarse necesario. Esto se realiza mediante la modificación de la Ley sobre Compañías de Seguros.

---

asimismo las sumas que deba destinar a pagar obligaciones a la vista que contraiga dentro de su giro financiero, en la medida que excedan de dos veces y media su capital básico.

Se otorga la facultad a la SAFP para requerir información a principales accionistas de una sociedad para efectos de medir la fortaleza patrimonial de los controladores, es decir, accionistas principales de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Esto se realiza mediante la modificación de La Ley sobre el Nuevo Sistema de Pensiones.

Se crea la figura del agente de garantías de modo de facilitar los créditos sindicados en los cuales puedan salir y entrar bancos. Un banco asume el rol de agente de garantías en cuyo favor se constituyen estas, y éste las acepta en beneficio de los acreedores presentes así como aquellos que puedan incorporarse en el futuro. Cabe señalar, que en la actualidad se advierte que en los créditos sindicados el nombre de los bancos que integrarán el sindicato, sólo se conoce a la fecha de suscripción del contrato. Además, posteriormente van entrando y saliendo nuevos bancos al sindicato, por lo que deben modificarse las escrituras de prendas e hipotecas y sus respectivas inscripciones, con el correspondiente retraso y gastos asociados. Por este motivo, se crea la figura del Agente de Garantía, en cuyo favor se constituyen las garantías, quién las recibe y acepta a nombre propio pero por cuenta y beneficio de los bancos que en el futuro ostentarán la calidad de acreedores del crédito que se trate, disminuyendo los costos de transacción relativos a los créditos sindicados.

Esto se realiza mediante la modificación de La Ley sobre Mercado de Valores.

**Facultades a los superintendentes para enfrentar situaciones de crisis.** En la segunda reforma al mercado de capitales, se contempla una de las lecciones más importantes del reciente episodio CORFO / Inverlink<sup>42</sup>, que es la necesidad de actuar rápido y de manera efectiva para evitar los efectos de propagación y contagio de una determinada situación de insolvencia. De esta manera se propone:

Reforzar las facultades de fiscalización de la SVS en el marco de su Ley Orgánica, apuntando esto, a la posibilidad de requerimientos de información que tiene la SVS. Los

---

<sup>42</sup> En el escándalo CORFO-Inverlink, un operador de la mesa de dinero de CORFO entregó a Inverlink depósitos a plazo, los cuales fueron vendidos en el mercado a terceros, sin la autorización de CORFO.

recursos de ilegalidad presentados por los afectados ante la suspensión aplicada por la SVS, no postergará los efectos de esta suspensión. Se autoriza a la SVS a requerir registros de correspondencia y de llamados. Asimismo, otorga a las declaraciones el valor de constituir prueba en tribunales. También se perfecciona el proceso de notificación.

La Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros, otorga el derecho a presentar recursos de ilegalidad en contra de las medidas de la Superintendencia que decreten suspensiones o cancelaciones de las corredoras de bolsa, compañías de seguro, emisores, etc. Con todo, la misma normativa vigente, concede el efecto suspensivo de tales medidas como consecuencia de la presentación del referido recurso de ilegalidad. Ello, puede resultar en un severo perjuicio para el resto del mercado de capitales. Dado lo anterior, se propone modificar la normativa para efectos de que ante la deducción de recursos de ilegalidad por parte de las instituciones fiscalizadas en el caso de suspensiones por parte de la Superintendencia, estos recursos se concedan en el solo efecto devolutivo.

Esto se hará efectivo a través de la modificación de la Ley sobre la Superintendencia de Valores y Seguros (Decreto Ley N° 3.538).

Se faculta a las SAFP para nombrar un administrador provisional de una AFP en casos límite y se le faculta además para acotar o limitar transacciones entre relacionados. Esto permite tener una herramienta adicional para controlar una situación de inestabilidad financiera de una compañía, que pueda comprometer el riesgo sistémico o las garantías estatales otorgadas. La redacción propuesta salva la totalidad de los reparos de inconstitucionalidad formulados por el Tribunal Constitucional, en su sentencia de 7 de Marzo de 1994, conociendo del proyecto aprobado por el Congreso que modificará, entre otros, el D.L. N° 3.500, de 1980 y que proponía crear la figura del administrador delegado. Según aquel proyecto, el mencionado administrador debía tomar la administración de la AFP en los mismos casos que se contemplan en la redacción que ahora se propone. La diferencia fundamental del actual proyecto, radica en que ahora sólo se faculta al administrador provisional para tomar exclusivamente la administración de los Fondos de Pensiones. En efecto, la redacción que se postula no priva a los órganos sociales de la AFP de sus facultades de administración, respecto de los bienes de su propiedad, sino sólo de la administración de los Fondos de Pensiones, los cuales son, en concepto del legislador del

artículo 33 del D.L. N° 3.500, de 1980, vigente, “un patrimonio independiente y diverso del patrimonio de la Administradora, sin que ésta tenga dominio sobre aquellos”, puesto que a las Administradoras, en conformidad con el actual artículo 23 del mismo cuerpo legal, sólo les cabe administrar los Fondos de Pensiones, por mandato legal, sin que exista confusión patrimonial entre sus bienes y los de los Fondos de Pensiones. Del mismo modo, se faculta a la Superintendencia para acotar el rango de transacciones que se pueden llevar a cabo entre las distintas instituciones que conforman un grupo económico.

### **Supervisión coordinada.**

En la segunda reforma al mercado de capitales con el objeto de contar con una adecuada supervisión preventiva se requiere que los supervisores cuenten con adecuada información respecto de las sociedades administradas y la solvencia de sus principales accionistas. Para esto se propone establecer explícitamente la posibilidad de compartir información entre los superintendentes de Valores y Seguros, AFP y Bancos, así como avanzar hacia una mejor medición de la fortaleza patrimonial de los accionistas principales de las AFPs y compañías de seguros de vida, y perfeccionar la facultad de la superintendencia de bancos para inspeccionar actividades que se llevan a cabo a través de filiales bancarias.

### **Coordinación entre autoridades reguladoras y supervisoras.**

En la segunda reforma al mercado de capitales se acordó profundizar el trabajo de tres instancias de coordinación como son el Comité de Superintendentes<sup>43</sup>, el Comité de Mercado de Capitales<sup>44</sup> y el Comité de Estabilidad Financiera<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Es un Comité integrado por los superintendentes de Bancos e Instituciones Financieras, de Valores y Seguros, y de Administradoras de Fondos de Pensiones. Con el objetivo de perfeccionar la coordinación entre las distintas superintendencias y fortalecer la supervisión del sistema financiero.

<sup>44</sup> El Comité de Mercado de Capitales, es una instancia de coordinación de los reguladores de valores con el Poder Ejecutivo. A ella concurren asesores del Ministerio de Hacienda, los superintendentes de Valores y Seguros, de AFP, de Bancos e Instituciones Financieras y representantes del Banco Central.

Para estos dos últimos puntos, las modificaciones contenidas en el proyecto de ley se tratarán en conjunto.

Se establecen mecanismos para compartir información entre superintendencias. Se autoriza a las Superintendencias de Bancos, Valores y Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones a que compartan información, incluso aquella calificada de reservada, cuando alguna de ellas deba pronunciarse respecto del funcionamiento o desarrollo de una empresa sometida a su fiscalización.

Se amplía la facultad a la SBIF de rechazar una solicitud de licencia bancaria<sup>46</sup> con consentimiento del Consejo del Banco Central. Dentro de la complementación de facultades que debe existir entre el Banco Central, como financista de última instancia, y la Superintendencia como fiscalizadora, conviene complementar el actual artículo 35 de la Ley. Esta disposición actualmente permite a la Superintendencia consultar al Banco Central antes de conceder una licencia bancaria. Se propone, que se consulte al Consejo del Banco Central, solo tratándose de una respuesta negativa, lo que concuerda con el nuevo texto que se propone para el artículo 35 bis, que se refiere a las fusiones.

Se otorgan facultades a la SBIF para requerir información a filiales de bancos para consolidación. Se otorgan las facultades a la Superintendencia para solicitar información a las empresas filiales de bancos para efectos de su consolidación.

**Perfeccionamiento de facultades de fiscalización.** Finalmente, se espera que durante la tramitación legislativa del proyecto, se incorporen normas que perfeccionen las facultades de fiscalización de la Superintendencia de Bancos.

---

<sup>45</sup> El comité de Estabilidad Financiera tiene como función la coordinación de funciones para prevenir, detectar y resolver situaciones que representen una amenaza para la estabilidad del sistema financiero.

<sup>46</sup> La licencia bancaria, es un documento que requiere una empresa bancaria para establecerse. Esta licencia requiere la autorización de la SBIF, para lo cual la empresa debe presentar un prospecto que defina las características fundamentales de la empresa proyectada.

Los cuatro puntos precedentes se realizarán mediante la modificación de la Ley General de Bancos.

Se otorga facultad a la SVS para limitar operaciones entre relacionadas. Esto se realiza mediante la modificación de la Ley sobre Compañías de Seguros.

Se hace explícita la presunción de acceso a información privilegiada respecto de aquellas personas que hayan generado la información, y se extiende el plazo de prescripción de la acción para demandar perjuicios desde 1 a 4 años. Cabe hacer presente que en la actualidad, dicho criterio es sólo alcanzado por interpretación y se extiende el plazo de prescripción de la acción para demandar perjuicios a cuatro años.

Se permite a la Superintendencia requerir información sobre el fundamento económico de las tarifas que aplican las empresas de depósito y custodia de valores. Esto se puede realizar a través de la exigencia de confección de un informe periódico sobre el fundamento económico de las tarifas que aplican.

Los dos puntos anteriores se realizan mediante la modificación de la Ley sobre Depósito y Custodia de Valores.

Se eleva la exigencia de custodia de valores fuera de la administradora desde un 90% a un 100%. Los títulos de valores, conforman el patrimonio del fondo de pensiones y que debe estar depositado fuera de la administradora, desde el noventa al cien por ciento. Esto tiene como objeto evitar la ocurrencia de ilícitos y aumentar la seguridad del sistema.

**Fortalecimiento de las atribuciones de la Superintendencia.** Enseguida, la Superintendencia de AFP es la encargada de autorizar la creación de nuevas Administradoras de Fondos de Pensiones. Para estos efectos dicha entidad supervisora debe aprobar un prospecto descriptivo de los aspectos esenciales de la sociedad y de la forma como desarrollará sus actividades. No obstante, esta condición no es aplicable a situaciones de cambio de control o compra de paquetes accionarios significativos. De esta manera, resulta conveniente fortalecer las atribuciones de la superintendencia para que pueda evaluar una autorización basada en consideraciones de solvencia e integridad. Al mismo



tiempo, se propone que el Superintendente de AFP pueda requerir la opinión de otros superintendentes al momento de decidir respecto de una determinada autorización.

Para cumplir con los dos aspectos enunciados se realizan modificaciones al DL 3.500 de 1980, que establece el Nuevo Sistema de Pensiones.

### **3.6 Objetivo: Adecuación de textos legales.**

Modificaciones a las normas sobre fondos para la vivienda.

El proyecto, además, modifica la Ley N° 19.281, sobre arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa, que contiene la normativa sobre Fondos para la Vivienda.

#### **3.6.1 Constitución de garantías y requisitos a directores y ejecutivos de Administradoras de Fondos para la Vivienda (AFV).**

En primer lugar, el proyecto ajusta la normativa de las AFV respecto a requisitos patrimoniales, constitución de garantías y requisitos a sus directores y ejecutivos principales, a las normas aplicables a las Administradoras de Fondos Mutuos, de Fondos de Inversión y General de Fondos. De esta manera, se eleva de UF 6.000 a UF 10.000 el patrimonio mínimo de las AFV y se requiere una garantía adicional de la misma manera que al resto de los fondos.

**Se elevan límites de inversión.** Se modifica también la Ley N° 19.281, elevando límites de inversión por emisión para igualarlos a los de los fondos mutuos, desde 10% a 25%. En segundo lugar, eleva límites de inversión por emisor de 5% a 7%. En tercer lugar, eleva límites de inversión por grupo empresarial de 15% a 25%, para homologarlo a los fondos mutuos. Además, propone agregar la posibilidad de invertir en todo tipo de cuotas de fondos mutuos y no sólo en las que establece el DL 3.500.

**Autorización para realizar otras actividades.** Finalmente, se propone permitir a AFV actividades complementarias que autorice la SVS.

Por otra parte, el proyecto modifica el Código Civil y la Ley de Quiebras.

**Subordinación de Obligaciones Valistas.** En la actualidad, frente a la cesación de pagos y quiebra de un deudor, los acreedores son reunidos para liquidar el patrimonio del deudor, esto es, liquidar el activo a fin de pagar los pasivos en la medida de lo que alcance. El orden de precedencia de la masa de acreedores que concurren al pago sufre alteraciones legales pasando unos acreedores delante de otros de acuerdo a las clasificaciones que la ley ha señalado. Pagados los créditos preferidos, la masa remanente se reparte entre los acreedores ordinarios y sin privilegios o valistas. La actual ley de quiebras no reconoce la existencia de órdenes de preferencia entre los acreedores valistas, de manera que el síndico no tiene la obligación de hacer respetar órdenes de créditos que voluntariamente se han resuelto subordinar al pago íntegro de otras acreencias. Sin embargo, la contratación de créditos con obligaciones subordinadas son de ordinaria aplicación en distintos tipos de financiamientos de proyectos.

En consecuencia, se proponen los cambios de ley necesarios para que se reconozca la existencia de acuerdos entre todos o algunos de los acreedores valistas a fin que unos se subordinen al pago de otros y se regule la forma en que el síndico se conducirá respecto de acreedores privilegiados, subordinados y los demás valistas ajenos a pactos de subordinación.

Para tales efectos, se introducen modificaciones a la Ley de Quiebras y al Código Civil, de manera tal que los pactos entre acreedores sean respetados por el síndico de quiebras y éste los haga cumplir, como representante del fallido.

**Compensación en eventos de quiebra.** Enseguida, la ley de quiebra no da garantías de claridad para la eficaz operación de contratos de canje y derivados financieros, dado que el deudor fallido está impedido de realizar toda compensación a partir de la declaración de quiebra y por lo tanto no puede su contraparte, compensar las contracuentas al haber del deudor fallido contra sus saldos pasivos. En consecuencia, tal contraparte sólo podrá

verificar su acreencia con la esperanza de pagarse en alguna parte de ella. Para solucionar esta situación, se pretende establecer que el efecto de la declaración de la quiebra en contra de un fallido, en relación con los contratos de canje vigentes vinculados a una contraparte unitaria, deberán ser terminados a la fecha de la declaración de la quiebra y sus saldos de débito y crédito serán compensados automáticamente en forma universal para todos los contratos comprendidos bajo un solo modelo o contrato.

Con todo, no cualquier contrato tendrá la aptitud de evitar la normal aplicación de los efectos de la quiebra. De esta forma, se ha optado por reconocer para estos efectos que un contrato de canje califica para estas reglas de aplicación especial de la declaratoria de quiebra, cuando se trate de contratos de canje de tasas de interés, monedas o divisas, u otros factores o productos financieros amparados bajo un convenio maestro de compensación y contratación de instrumentos de canje y derivados aprobado por la Superintendencia de Valores y Seguros, quien podrá, además, regular la forma y procedimientos que deberán seguirse para ejecutar tales compensaciones.

### **3.6.2 Segunda Reforma del Mercado de Capitales. Resumen de Medidas.**

En resumen el proyecto de Reforma de Mercado de Capitales II modifica 14 cuerpos legales. A continuación se detallan las principales propuestas de modificación:

#### **1. Ley sobre Impuesto a la Renta (Decreto Ley N° 824 de 1974)**

- Exención del impuesto a las ganancias de capital accionaría para capital de riesgo.
- Exención del impuesto a las ganancias de capital en las ventas de activos entre fondos con administrador común.
- Traspaso de beneficios tributarios desde el activo subyacente al tenedor de cuotas de un fondo de inversión que participe en capital de riesgo.

## **2. Ley sobre Impuesto de Timbres y Estampillas (Decreto Ley N° 3.475 de 1980)**

- Se corrige la tributación del bono securitizado cuando su valor es mayor que el de los activos subyacentes de modo que tribute sólo por la diferencia.
- En el caso de créditos otorgados por bancos en el exterior se exige que sea el deudor quien se haga responsable del pago del impuesto.

## **3. Ley General de Bancos (Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997)**

- Se perfecciona la reserva técnica sobre depósitos a la vista cambiando el concepto de capital básico a patrimonio efectivo y permitiendo invertir dicha reserva en papeles del Banco Central o Tesorería a cualquier plazo.
- Se crea la figura del Defensor del Cliente.
- Se elimina la figura de las sociedades financieras.
- Se establecen mecanismos para compartir información entre superintendencias.
- Se amplía la facultad a la SBIF de rechazar una solicitud de licencia bancaria con consentimiento del Consejo del Banco Central.
- Se otorgan facultades a la SBIF para requerir información a filiales de bancos para consolidación.

## **4. Ley sobre Compañías de Seguros (Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931)**

- Se flexibiliza posibilidad de pedir arbitraje a la SVS.
- Se permite a las compañías de seguro emitir pólizas nominales.
- Se adecua la legislación a TLC con USA y UE.
- Se otorga la facultad a la SVS para requerir información a principales accionistas de una sociedad para efectos de medir la fortaleza patrimonial de los controladores.

- Se otorga facultad a la SVS para que en conjunto con las otras superintendencias pueda denegar la compra de más de un 10% de la propiedad de una sociedad en caso de considerarse necesario.
- Se otorga facultad a la SVS para limitar operaciones entre relacionados.
- Se crea la figura del Defensor del Asegurado.
- Se amplía posibilidad de inversión de reservas técnicas a préstamos para asegurados de seguros de crédito, préstamos de consumo y otras inversiones que autorice la SVS, y se establecen nuevos límites para inversión en estos y otros instrumentos riesgosos.

#### **5. Ley sobre el Nuevo Sistema de Pensiones (Decreto Ley N° 3.500 de 1980)**

- Se eleva la exigencia de custodia de valores fuera de la administradora desde un 90% a un 100%.
- Se faculta a las AFP para invertir en bonos de fondos de inversión (esta iniciativa va ligada con el programa de fomento al capital de riesgo Corfo-Fomin).
- Se corrige inequidad tributaria que permitía a las AFP ser los únicos oferentes de programas de ahorro previsional voluntario que no pagaban IVA por este servicio.
- Se perfeccionan los mecanismos de ahorro provisional voluntario de manera de hacer más flexible y competitivo un mecanismo que ha demostrado su alto grado y valor de uso.
- Se permite la desmaterialización de bonos de reconocimiento.
- Se otorga la facultad a la SAFP para requerir información a principales accionistas de una sociedad para efectos de medir la fortaleza patrimonial de los controladores.
- Se otorga facultad a la SAFP para que en conjunto con las otras superintendencias pueda denegar el traspaso de propiedad de más de un 10% de la sociedad en caso de considerarse necesario.
- Se faculta a las SAFP para nombrar un administrador provisional de una AFP en casos límite y se le faculta además para acotar o limitar transacciones entre relacionados.

## **6. Ley sobre Mercado de Valores (Ley N° 18.045)**

- Se permite la desmutualización de bolsas la que consiste en que ya no es obligatorio que para ser corredor de una bolsa haya que ser accionista de la misma.
- Se hace explícita la presunción de acceso a información privilegiada respecto de aquellas personas que hayan generado la información, y se extiende el plazo de prescripción de la acción para demandar perjuicios desde 1 a 4 años.
- Se flexibiliza el proceso de registro de valores extranjeros a través de permitir que la inscripción de un valor extranjero pueda ser solicitada por una persona distinta al emisor.
- Se crea la figura del agente de garantías de modo de facilitar los créditos sindicados en los cuales puedan salir y entrar bancos. Un banco asume el rol de agente de garantías en cuyo favor se constituyen estas, y éste las acepta en beneficio de los acreedores presentes, así como aquellos que puedan incorporarse en el futuro.
- Se obliga a los corredores a abrir una cuenta adicional en el DCV para aquellos dueños de valores que así lo soliciten de modo de que estos se mantengan informados respecto del uso que se hace de sus valores y se incrementan los requerimientos técnicos para ser operador lo que permite elevar las penas aplicables a quienes cometen delitos.

## **7. Ley sobre Sociedades Anónimas (Ley N° 18.046)**

- Se crea la Sociedad de Responsabilidad Limitada por Acciones. Este nuevo vehículo permite el uso de tecnología contractual más sofisticada de modo de dar mayor flexibilidad en la constitución de sociedades pequeñas, de modo de disminuir los costos que esto implica.
- Se autoriza la votación a distancia de modo de facilitar el ejercicio de los derechos políticos de los accionistas minoritarios.
- Se permite la emisión de opciones de compra de acciones o Warrants.

- Se permite el envío electrónico de información a accionistas de modo de mejorar la transparencia de información en la sociedad.
- Se explicitan los derechos de las acciones suscritas y pagadas versus las no pagadas, de manera que estas últimas no tendrán derechos políticos.
- Se perfeccionan los conceptos en lo relativo a las transacciones entre sociedades relacionadas.

#### **8. Ley sobre Fondos de Inversión (Ley N° 18.815)**

- Se flexibiliza la gestión de los fondos de inversión, tanto en su política de dividendos como en su política de endeudamiento.
- Se permite la subcontratación de servicios externos asumiendo el costo la administradora.
- Se perfecciona la normativa vigente, con el objeto de permitir un mejor desarrollo de los fondos de inversión como vehículo principal del capital de riesgo.

#### **9. Ley sobre la Superintendencia de Valores y Seguros (Decreto Ley N° 3.538)**

- Se refuerzan las facultades de fiscalización de la SVS en el marco de su Ley Orgánica apuntando esto a la posibilidad de requerimientos de información que tiene la SVS. La presentación de recursos de ilegalidad por los afectados ante requerimientos de suspensión aplicados por la SVS, no suspenderá los efectos del acto reclamado.

#### **10. Ley sobre Depósito y Custodia de Valores (Ley N° 18.876)**

- Se exige al DCV que ponga a disposición de los mandantes los movimientos efectuados en sus cuentas en caso de estos requerirlo.
- Se flexibiliza la capacidad del DCV para prestar servicios adicionales a su giro.

- Se permite emitir efectos de comercio en forma de pagarés desmaterializados manteniendo su mérito ejecutivo y se perfecciona la normativa de custodia de valores emitidos de forma desmaterializada.
- Se permite a la Superintendencia requerir información sobre el fundamento económico de las tarifas que aplican las empresas de depósito y custodia de valores.

#### **11. Ley sobre Fondos Mutuos (Decreto Ley N° 1.328)**

- Se aumenta el límite de inversión por emisor, y se elimina este límite para el caso de fondos índice.
- Se permite la subcontratación de servicios externos asumiendo el costo la administradora.
- Se restablece la facultad de la Superintendencia para definir procedimientos para clasificaciones de riesgos discordantes de instrumentos de fondos mutuos.
- Se perfecciona el tratamiento tributario y el reparto de beneficios por parte de los fondos mutuos.
- Se permite la apertura de cuentas corrientes a nombre de varios fondos mutuos.

#### **12. Ley sobre Fondos para la Vivienda (Ley N° 19.281)**

- Se ajusta la normativa de las AFV respecto a la exigida a las administradoras de fondos mutuos, fondos de inversión y general de fondos respecto de la constitución de garantías, requisitos a directores, ejecutivos y requisitos patrimoniales.

#### **13. Código Civil y Ley de Quiebras (Ley N° 18.175)**

- Se reconoce la existencia de órdenes de preferencia entre los acreedores valistas, permitiéndose la subrogación entre ellos.



- Se regula la forma en que el síndico se conducirá respecto de los acreedores privilegiados, subordinados y los demás acreedores valistas ajenos a pactos de subordinación.
- En el caso de los contratos de canje comprendidos bajo un solo modelo o contrato, se establece que éstos deberán ser terminados a la fecha de declaración de la quiebra, compensando de manera automática los saldos de débito y crédito.

#### **14. Se crea la nueva Ley de Prendas sin Desplazamiento y el Registro Único de Prendas**

- Se crea un nuevo cuerpo legal moderno, flexible y amplio que regula todas las prendas sin desplazamiento.
- Se permite preñar valores, derechos y contratos.
- Se permite preñar inventarios, cuentas por cobrar. Además se permite la “prenda flotante”.
- Se crea el Registro Único de Prendas.
- Se prohíbe la constitución de nuevas prendas bajo los antiguos regímenes de prenda sin desplazamiento.

# **CAPITULO IV**

## **ANALISIS CRÍTICO DE LA REFORMA**

### **AL MERCADO DE CAPITALS II**

La Reforma al Mercado de Capitales II, es sin duda un impulso más realizado por el gobierno, lo que permitirá la inyección de recursos al mercado de capitales, necesarios para el mejor desarrollo de la economía chilena, generando las condiciones de mercado para ello. Este proyecto de ley permitirá abordar de manera efectiva y eficiente los desafíos de desarrollo que el país tiene en los mercados mundiales.

Lo que motiva principalmente esta reforma, es resolver de alguna manera las ineficiencias en el mercado de capitales existentes en este momento, originadas principalmente por las asimetrías de información entre los distintos agentes económicos, lo que impide el flujo eficiente de los recursos captados y el mayor dinamismo en este mercado. Lo anterior permitirá hacer más eficiente el mercado de capitales, tornándolo más competitivo con respecto a sus pares de América del Sur, manteniendo el liderazgo alcanzado durante los últimos años. Además las huellas dejadas por el caso Inverlink, motivó la inclusión en este proyecto de nuevos y mejores mecanismos de fiscalización, regulación y control, a objeto de impedir situaciones acontecidas en los últimos tiempos, tales como, uso de información privilegiada, utilización de instrumentos financieros sin autorización, malversación de fondos, entre otros, evitando conflictos que puedan generar condiciones adversas e inestables para el mercado de capitales chileno.

No hay que olvidar que la antesala de la Reforma al Mercado de Capitales II, es la Reforma al Mercado de Capitales I, por lo que muchos aspectos que quisieron incluirse en esta última se incorporaron en este nuevo proyecto, debido a la gran cantidad de temas involucrados en la primera reforma.

La puesta en práctica de las normas contenidas en el proyecto del Ejecutivo posibilitará al sector financiero dar un salto cualitativo, respecto de sus actuales límites, lo

que favorecerá el desarrollo de sectores productivos que hoy requieren de un mayor apoyo, pero que, dado el presente marco jurídico, se ven imposibilitados de aquello. Los incentivos para la creación de una industria de capital de riesgo que permita el financiamiento de muchos proyectos de mediano o pequeño tamaño, incentiva la participación de inversionistas institucionales en el desarrollo de esta industria, con apoyo de CORFO y el Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo (FOMIN).

En relación a los agentes involucrados en estas materias, sin duda, uno de los más interesados desde el punto de vista del control, es el Estado. Políticas de mercado impulsadas desde el corazón del gobierno son una potente señal para el resto de los agentes, tanto internos como externos. También, esta institución gubernamental busca minimizar cualquier error de las organizaciones que pertenezcan a la economía. Por eso, una fuerte regulación ayuda a evitar escándalos financieros, que repercuten directamente en la recaudación tributaria, por ejemplo, en la manipulación indebida de las cifras de los estados financieros, lo que desequilibra el mercado de capitales en su totalidad. A su vez, la fiscalización implica un mayor control sobre las operaciones regulares de las empresas, tratando de proteger los intereses de todos los involucrados, no solo de los grandes inversionistas, sino también de aquellos que involucran una mayor proporción de sus ingresos en nuevos proyectos o empresas emergentes. Además, que por su extensión muchos de estos puntos no pudieron ser tratados en la Reforma al Mercado de Capitales I, por ende, el interés de reforzar aquellas medidas, junto con nuevos perfeccionamientos en esta iniciativa legal. Al ser la Reforma al Mercado de Capitales una política de Estado, es necesario que cada cierto tiempo se efectúe una revisión para ver los avances de aquellos objetivos que se encuentren inconclusos por imperfecciones en los proyectos de ley. Por lo anterior, el Estado, prevee una serie de reformas que siempre generarán nuevos avances y modificaciones a través del tiempo.

En lo referente a los agentes internos, se distinguen dos segmentos importantes, el primero son los inversionistas, los cuales vislumbrarán incentivos para efectuar sus negocios. Al existir una mayor transparencia en el mercado, el riesgo de la inversión disminuye, generando un mayor incentivo a invertir. Se supone que al haber mayor

regulación y control por parte de las diversas instituciones la protección del inversionista crece. Por otro lado, la reducción de asimetrías de información fomenta el avance económico al mejorar la competencia, lo anterior, debido a que generalmente se reducen las incertidumbres de emprender un nuevo negocio. Las prácticas económicas en base a una ética y regulación en los negocios se ven reforzadas por esta iniciativa. La competencia entre los inversionistas se presenta más protegida, debido a que ningún agente posee atribuciones o tiene acceso a algún tipo de información o mecanismo que de alguna manera pueda generar barreras a la entrada. En el plano nacional es muy importante este tema, ya que para reactivar la economía, se necesitan tanto los grandes como pequeños inversionistas y los recursos que estos puedan entregar al mercado.

El segundo segmento, está orientado a las personas que no poseen grandes capitales de inversión, las que teóricamente se ven beneficiadas por nuevas oportunidades económicas. En directa relación con lo anterior, ciertos inversionistas institucionales, como las AFPs, y algunos instrumentos financieros, por ejemplo los fondos mutuos, han posibilitado que el bienestar económico de las personas mejore, ya que incentiva el ahorro. El inversionista institucional utiliza estos fondos entregando un porcentaje de la rentabilidad directamente a los clientes, en este caso, las personas.

Los agentes externos más interesados y a los que de alguna manera esta reforma concierne directamente, son las firmas internacionales de inversión o inversionistas extranjeros con grandes cantidades de capital. Dado el modelo económico chileno, las posibilidades de inversión de estos agentes se multiplican, ya que se ven incentivados debido a la fuerte regulación y protección que el país ampara en este aspecto. La estabilidad económica mostrada por Chile, es sin duda, un incentivo adicional para estos grandes inversionistas, que proyectan retornos más sistemáticos a través del tiempo.

En este apartado se realizará un análisis crítico de cada uno de los objetivos propuestos en el proyecto de ley, los resultados esperados de las medidas y si estos objetivos se concretarán en el futuro una vez aprobada la reforma.

## **4.1 Análisis Objetivo: Incentivos para el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo.**

### **4.1.1 Desarrollo de empresas emergentes.**

Uno de los mayores problemas de la economía chilena es la escasez de capitales para participar en desarrollos de empresas, especialmente si son de pequeño o mediano tamaño o no cuentan con historia. Así, muchas veces las buenas ideas quedan trucas, o alternativamente se desarrollan con altos niveles de endeudamiento. La idea es que estas nuevas empresas en desarrollo cuenten con apoyo suficiente para poder alcanzar un umbral de crecimiento, hasta que al cabo de unos años las compañías vendan sus participaciones cuando las empresas logren un mayor nivel de desarrollo.

Las iniciativas impulsadas en este proyecto de ley de Reforma al Mercado de Capitales II, permitiría entre otras cosas el desarrollo de empresas emergentes, las cuales tienen buenas ideas, pero que no pueden ser implementadas por la falta y dificultad de acceso a recursos financieros. Al aprobarse este proyecto de ley, existirá más dinero disponible en el mercado, el que puede ser utilizado en empresas de capital de riesgo. Lo anterior, que principalmente está enfocado a promover el desarrollo de la industria de capital de riesgo, no excluye a otras empresas que se encuentran en su etapa de crecimiento, sino que también las beneficia. La pequeña y mediana empresa (PYME) posee grandes potenciales de productividad, y al acceder a nuevos recursos alcanzan mayores escalas de crecimiento, posibilitando la ejecución de sus proyectos e innovaciones.

Cabe recordar que para las PYME conseguir recursos se torna una difícil tarea, debido a las garantías exigidas por las entidades bancarias.

Al existir mayores y mejores posibilidades de financiamiento, se espera el nacimiento de nuevas empresas y con ellas, nuevas maneras de hacer negocios. Con esto, emerge el desarrollo de la creación e innovación de organizaciones, por parte de personas con grandes potenciales empresariales.

### **4.1.2 Negocios riesgosos.**

Un punto importante es que se está hablando de riesgo, por lo tanto, el proyecto que postule a financiamiento tiene el riesgo de “no resultar como negocio”. El potencial inversionista asumirá el riesgo asociado al proyecto si es que se decide a invertir en él. A su vez el proyecto debe generar una rentabilidad tal que contrarreste el riesgo asumido, a mayor riesgo se exige más retorno, y si bien estos proyectos pueden ser buenos, aunque se genere la confianza para que la persona invierta, el éxito del proyecto nunca va a estar garantizado, el mercado financiero funciona con proyecciones, y va a existir siempre variabilidad positiva o negativa respecto a los retornos que se puedan generar en él.

El proyecto, considerando lo anterior, postula al Estado como un integrante más en el cual un inversionista cualquiera comprará una cuota de capital y dos de deuda en cada paquete.

Al establecer garantías para los fondos de Capital de Riesgo, el Estado se convierte en un socio más, ya que este avala un porcentaje del aporte de los inversionistas, es decir, dos tercios del aporte tienen garantía del Estado. Se estima que este tipo de instrumentos será altamente atractivo para inversionistas institucionales como las AFPs y las compañías de seguros, por cuanto permite obtener tasas de retorno positivas, a un riesgo muy bajo, ya que el Estado garantiza dos tercios del capital invertido en los fondos de inversión. Así, por ejemplo, un fondo exitoso podrá repartir la totalidad de sus beneficios a los aportantes, mientras que en el caso de fondos menos exitosos la pérdida máxima estará acotada a un tercio de los aportes realizados. Claramente el riesgo para un inversionista se ve disminuido con la existencia de garantías.

Además al aumentar el endeudamiento máximo del fondo, de 50% hasta 100%, los fondos serán más flexibles por no tener un límite específico de apalancamiento<sup>47</sup>, lo que permitirá incrementar la escala de los proyectos y la rentabilidad esperada del fondo. Lo anterior se justifica en la medida de que ese grado de apalancamiento sirva para aumentar la

---

<sup>47</sup> Indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación a su patrimonio. Se mide como la relación entre las deudas y el capital propio.

cartera de proyectos en las cuales invertir, lo que no implica que aumente la rentabilidad de cada proyecto por el hecho de invertir con capitales apalancados. La rentabilidad esperada aumentará por el hecho de contar con más capital para invertir en diversos fondos. Si sumamos a lo anterior expuesto, la autonomía de cada fondo para establecer el porcentaje de distribución de utilidades, a través de su reglamento interno, conllevará de alguna manera a que los fondos puedan reinvertirse, y al no ser distribuidos (si es que el fondo así lo estipula) pueden generar nuevos fondos para apoyar a empresas con buenos proyectos. Se puede mejorar este aspecto introduciendo incentivos en la reinversión de las ganancias de capital, dentro de la industria de capital de riesgo, como lo ha hecho Estados Unidos, estos incentivos pueden ser tributarios, tales como: reducción de las tasas de impuestos a pagar, otorgamiento de créditos para rebajarlos de la base imponible de la empresa inversora, exenciones tributarias personales como créditos al Global Complementario<sup>48</sup> por aquellas ganancias obtenidas por inversiones en capital de riesgo, etc.

#### **4.1.3 Ganancias de capital e impuestos.**

Por otro lado, al liberar el pago de impuesto a las ganancias de capital obtenidas en los fondos de inversión, les motivará a invertir en proyectos nuevos o de capital de riesgo, potenciando las capacidades de los emprendedores con buenas ideas. A través de esta medida, se produce el aumento de la rentabilidad de las inversiones en estos fondos, ya que al rebajarse la carga tributaria que eventualmente podría afectar a los mismos, aumenta el flujo esperado de la inversión. Cabe relucir que el límite de UF 10.000 por persona para gozar de la exención tributaria es muy pequeño y puede no incentivar a los inversionistas, además pueden surgir algunos problemas por los requisitos que son complejos de cumplir a cabalidad en algunos puntos mencionados en el proyecto de ley.

Al postergar el impuesto a las ganancias de capital en las ventas o permutas de activos entre fondos con un administrador común, y el traspaso de los beneficios tributarios

---

<sup>48</sup> Impuesto que engloba todas las rentas de una persona natural con domicilio y/o residencia en el país.

a los tenedores de cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo, incluyendo el traspaso de rentas exentas, puede representar un atractivo incentivo a la inversión y al financiamiento de nuevos proyectos. La rebaja o postergación en la tasa de impuestos a la ganancia de capital desplaza tanto la oferta de fondos de capital de riesgo como la demanda por ellos. La oferta se incrementa al mejorar la rentabilidad esperada del inversionista final. El incremento en la demanda obedece al mayor interés de los innovadores por abandonar su trabajo como empleados y emprender nuevos proyectos e ideas, puesto que la principal compensación para ellos viene del crecimiento de valor de su proyecto (ganancia de capital).

Hay que destacar que un estímulo de índole tributario es clave para el desarrollo de la industria de capital de riesgo, pero lo ideal es que vaya en línea de una reducción de la base imponible de las personas, así efectivamente, estas se verán incentivadas en invertir en la nueva industria.

Es necesario señalar que el impuesto a las ganancias de capital tiene una carga excesiva y produce un efecto sustitución, interfiriendo la asignación intertemporal de los recursos y disminuyendo la capacidad potencial de crecimiento de la economía. Esto significa que la situación ideal es que el impuesto a las ganancias de capital no existiera.

#### **4.1.4 Capitales ángeles.**

Lamentablemente todavía en Chile hay un eslabón perdido en capital de riesgo. Si bien es cierto hay capital de riesgo semilla y capitales de riesgo para proyectos grandes, lamentablemente no hay lo que se llama capitales "ángeles", que son capitalistas de riesgo pequeños. En el país el poder económico está centrado en pocas personas, y esto se encuentra más acentuado por la mala distribución de los ingresos en el país, algo que no ha mejorado en mucho tiempo, y que se vislumbra difícil de cambiar en un futuro próximo.



#### **4.1.5 Administración de fondos de capital de riesgo en Chile.**

Surge la pregunta ¿Quién administrará los fondos de capital de riesgo? Para responder la interrogante realizada proponemos la creación de una “Administradora de Capital de Riesgo”, la cual estará encargada de captar recursos obtenidos de los inversionistas, y entregárselos a las empresas con proyectos emergentes. La función de esta nueva entidad sería gestionar los recursos, y además tendría la labor de evaluar si el proyecto que postula es bueno o no, a través de profesionales calificados en áreas tales como finanzas, control de gestión, auditorías, evaluación de proyectos, entre otros. Otra labor de esta entidad sería monitorear los recursos invertidos, dar asesoría técnica y de gestión a las nuevas empresas que se están formando. Esta administradora sería supervisada por un ente regulador del Estado que podría ser la SVS, ya que consideramos que serían los privados los que sustentarían la existencia de esta nueva organización, por aspectos tanto prácticos como lógicos. Además esta iniciativa podría ser ampliable e incorporar a las Pymes, orientándolas en estos temas. Como ocurre en otros países, existen las llamadas “incubadoras”, que son instituciones que cobijan a las empresas emergentes y que dan no sólo el capital sino también apoyo logístico en aspectos administrativos y asesoría en la gestión. Los emprendedores originales de las empresas emergentes carecen de las habilidades de manejo financiero y de gestión para lograr optimizar la operación de la empresa. Iniciar una organización de este tipo en Chile, sería muy atractivo y generaría confianza para los inversionistas, ya que los proyectos que avalaría la administradora serían proyectos serios, y si bien serían riesgosos, porque se está hablando de capital de riesgo, el nivel de riesgo sería menor ya que estaría avalado por una entidad importante. Además, a través del establecimiento de mecanismos de monitoreo realizados por la administradora, el dinero que se obtenga sería únicamente para desarrollar el « proyecto x » y no el « proyecto y », lo que garantiza la correcta utilización de los recursos solicitados por las empresas emergentes.

#### **4.1.6 Rol del Estado.**

Hay que clarificar el rol que tendrá el Estado en el desarrollo de la industria de capital de riesgo, porque se produce la dualidad de que este puede jugar un rol subsidiario o inversionista en capital semilla. En el desarrollo de una empresa hay etapas iniciales de mucho riesgo, donde el Estado puede ser aún más un apoyo económico directo<sup>49</sup>, tal como ya es la Corfo para algunos sectores, o servir de aval para el crédito de los bancos. Pero los funcionarios públicos carecen de técnicas para saber si un negocio es bueno o no, y no estarían capacitados para decidir a que proyecto dar apoyo con recursos del Estado, lo que puede provocar una mala asignación de recursos, y consecuentemente producir una ineficiencia en el desarrollo de esta industria, por lo tanto, se necesitaría de una entidad competente que tuviera las capacidades de evaluación de proyectos. Lo anterior fundamenta directamente la creación de la Administradora de Capital de Riesgo.

#### **4.1.7 Fomentar la confianza en el mercado.**

Hay que recordar que el mercado financiero trabaja en base a la confianza, por lo tanto, los buenos proyectos que se van a financiar con la industria de capital de riesgo, tienen que generar la confianza suficiente de que van a ser exitosos. Cualquier inversionista por muy amante al riesgo que sea, siempre va a esperar rentabilidad en sus inversiones. Esto se puede obtener a través de una mejor transparencia entre demandantes y oferentes. Ejemplo de ello puede ser la incorporación de una FECU<sup>50</sup> para las pequeñas empresas, pero esto por si solo no asegura transparencia sino que a la vez se deberían realizar mayores y mejores controles a las Pymes, tanto a sus estados financieros como al control interno, mediante procesos de auditoria. Se debe considerar que lo anterior podría ser realizado a través de la Administradora de Capital de Riesgo, la cual estaría encargada de la supervisión. Ahora bien, los costos involucrados en los análisis de esta naturaleza

---

<sup>49</sup> Actualmente el Estado provee de una serie de Fondos Concursables.

<sup>50</sup> Idea desarrollada por Carlos Maquieira, director de la Escuela de Postgrado de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile.

claramente debería asumirlos la empresa inversora, ya que si este costo fuera asumido por las Pymes, estas simplemente no participarían en este proceso. Del punto de vista de la auditoría, lo ideal sería que quien requiera la información de la otra empresa pague los costos que involucra. Aún así, para las empresas inversoras, este aumento en sus costos debería traducirse en retornos más altos para su inversión, asegurando una equidad entre el retorno esperado y el riesgo asumido.

Hay que tener presente la existencia de empresas familiares que no salen a bolsa, la razón de ellas puede deberse a la aversión al exceso de normativas que tienen este tipo de empresas, lo que dificultaría la salida a este mercado.

El tema de la confianza juega un rol relevante en el funcionamiento del mercado de capitales, ejemplos de esto, fue la situación vivida tras los atentados del 11 de Septiembre de 2001 en Estados Unidos. En este país las bolsas financieras se derrumbaron, repercutiendo inmediatamente en todo el globo, bajando las cotizaciones e índices accionarios en todos los mercados. La confianza de los inversores llegó a grados mínimos.

A pesar de que los mercados de valores ya se encontraban en niveles bajos cuando ocurrieron los acontecimientos del 11 de Septiembre, la volatilidad que estas experimentaron tras los atentados repercutió en grandes pérdidas para los sistemas financieros del mundo, paralizando el sistema norteamericano durante cuatro días hábiles y colapsando aquellos mercados más cercanos tales como el mexicano y el de algunos países latinoamericanos. El sistema financiero mundial entró en shock, provocándose enormes pérdidas para las empresas que controlan la economía mundial y las economías nacionales.

Chile no está exento de remesones en su sistema financiero, si bien no tiene el mismo efecto que el atentado del 11 de Septiembre no deja de ser menor para una economía pequeña como la chilena. Ejemplo de esto es el último escándalo acontecido, a causa de las operaciones fuera de la ley, que llevó a cabo la empresa Inverlink, provocando lo que se conoce como una “corrida financiera”<sup>51</sup>. Por lo anterior, es imperante mantener niveles de

---

<sup>51</sup> Todas las personas concurren al mismo tiempo a retirar el dinero de sus inversiones por desconfianza en el mercado.

confianza adecuados soportados en la transparencia, reducción de asimetrías de información y amparados en una fuerte pero flexible supervisión de los entes reguladores, para que los inversionistas sientan respaldadas sus inversiones.

#### **4.1.8 Orientación de las reformas precedentes.**

Los fondos de inversión, han resultado ser poco atractivos para los inversionistas, ya que han obtenido resultados poco interesantes, debido a que, nuevamente, el exceso de exigencias en áreas como el ingreso, el endeudamiento, la liquidación y el tratamiento con relacionados, han trabado el crecimiento de estas inversiones. Además los intentos por estimular la industria de capital de riesgo en Chile han tenido una falla originaria básica: las reformas legales impulsadas por el gobierno han estado orientadas a ofrecer nuevos instrumentos de inversión para los fondos de pensiones, y no han estado motivadas por el objetivo de generar una industria de financiamiento de nuevas empresas o en etapas tempranas de desarrollo. Como menciona Bygrave y Timmons “fondos de pensiones y el capital de riesgo son un matrimonio frustrado”. Si bien dicha frase puede ser exagerada, los fondos de pensiones no pueden ser el aportante dominante de la industria de capital de riesgo clásica, puesto que necesariamente terminarán sesgando las inversiones en contra de empresas nuevas e inversiones en etapas tempranas. Ello es especialmente cierto cuando se trata de fondos obligatorios, como es el caso de Chile. Además, la predominancia de los fondos de pensiones genera una carga regulatoria excesiva y menores comisiones, lo que impide un involucramiento activo en la administración de los proyectos.

#### **4.1.9 Resultados esperados de esta nueva reforma.**

Las modificaciones al sistema proveerán de mecanismos flexibles de fomento al desarrollo de la industria de capital de riesgo, de fácil acceso, de bajo costo, eficientes y que distribuyan los riesgos de manera transparente, lo que permitirá garantizar que no sólo

---

los grandes proyectos de inversión se concreten, sino que también las buenas ideas se transformen en proyectos reales de producción destinados al desarrollo de nuevos y mejores productos y servicios, como también a expandir y calificar la fuerza laboral. Lo anterior permite la disminución de asimetrías de información, posibilitando el encuentro entre oferentes y demandantes de capital de riesgo.

Con la creación de nuevas empresas, por un lado se genera empleo, lo que produce un beneficio social favoreciendo a todo el país, y por otro hay acceso a inversiones que de otra manera no estarían disponibles, se inyectan nuevos recursos al mercado de capitales, tornándolo más líquido y mejorando su profundización. Un país en pleno desarrollo como Chile debe garantizar que sus empresarios innovadores puedan llevar a cabo sus proyectos, contribuyendo así al desarrollo de la nación.

## **4.2 Análisis Objetivo: Reducción de costos de transacción y contratación comercial sofisticada.**

### **4.2.1 Organización Societaria Flexible y Ley de Prendas.**

La creación de las Sociedades de Responsabilidad Limitada por Acciones (SPA) y de una nueva Ley de Prendas sin desplazamiento, que incorpora la creación del registro único para éstas, buscan disminuir el costo de financiamiento a aquellos emprendimientos que están en su primera etapa de desarrollo, flexibilizando las condiciones y restricciones para operar en el mercado de capitales.

El proyecto estipula que el desarrollo de la industria de capital de riesgo necesita de un vehículo social lo suficientemente flexible y dinámico, que permita separar los roles y derechos de los distintos tipos de participantes, posibilitando por ejemplo, controlar ciertas decisiones de una sociedad, sin necesidad de ser el accionista mayoritario de la compañía o llamar a una junta. Al contar con una nueva organización societaria, es decir, la Sociedad de Responsabilidad Limitada por Acciones, prevalecerán los acuerdos entre las partes, es decir los contratos entre privados.

Un vehículo social eficiente bajará los costos de entrada a la inversión en capital de riesgo y tal efecto es, de por sí, una herramienta de fomento a la inversión y un desarrollo de esta industria. Lo anterior es muy beneficioso para aquellas empresas que posean pocos accionistas.

Coincidente con el fortalecimiento de la industria de capital de riesgo y del financiamiento de proyectos de empresas emergentes, el contar con una ley de prendas flexible y un registro único a nivel nacional que permita otorgar más información al mercado, promoverá el acceso al crédito competitivo a muchas empresas, ya sean tanto empresas de capital de riesgo, como pequeñas y medianas, además de disminuir los costos de financiamiento para quienes usan o potencialmente puedan acceder al crédito prendario.

Con estas propuestas se adecua de mejor forma los requerimientos de la industria de capital de riesgo, al dotarlos de la flexibilidad necesaria para aquella industria de riesgo, que los diseños sociales actualmente vigentes no logra satisfacer, lo que conlleva al eventual desarrollo de proyectos innovadores.

### **4.3 Análisis Objetivo: Profundización de reformas de perfeccionamiento de los Gobiernos Corporativos.**

#### **4.3.1 Orientación de los gobiernos corporativos.**

Se debe considerar que en teoría los buenos gobiernos corporativos buscan maximizar el valor de las empresas, permitiendo, a su vez que todos sus dueños se beneficien equitativamente de ese crecimiento. Para esto es importante alinear los intereses de dueños y administradores, evitando la transferencia de oportunidades de negocios, regulando las transacciones con partes relacionadas y estableciendo claramente la responsabilidad de quienes participan en la gestión.

Otro aspecto importante que se debe considerar, es la internacionalización de las empresas chilenas que las ha obligado a adquirir estándares internacionales cada vez más exigentes, en materias de gestión, para enfrentar la competencia en un mundo globalizado.

La Reforma al Mercado de Capitales II contempla una serie de modificaciones tendientes a ampliar la información de las empresas para sus accionistas y normar algunas actividades de los directorios. Así se puede optar de alguna manera al cumplimiento de los puntos anteriormente tratados.

### **Directorios.**

Uno de los problemas frecuentes que ocurren en estas áreas es la problemática de la elección de directores y su desempeño. Sin embargo en este punto se postula que la mejor política sería fomentar la autorregulación de las empresas. A pesar que siempre es importante contar con los instrumentos legales adecuados para frenar ciertos vicios en esta materia, la autorregulación llevaría tanto a una práctica más sana por parte de las empresas como a análisis más detallados de la factibilidad del perfeccionamiento de la gestión de los directorios. El caso de Chile, es que siendo un país pequeño, las grandes Sociedades Anónimas forman parte casi de los mismos propietarios, por lo que dificulta aún más el fomentar la equidad en la toma de decisiones de la alta dirección ya que siempre estas contarán con representantes tanto de la empresa como de intereses ajenos. Aunque se legisle, es imposible controlar este aspecto completamente, y quizás una solución sería fomentar la participación de inversionistas extranjeros o incluso limitar el número de acciones que adquiriera cada grupo contralor.

Según la encuesta realizada en 2002 por McKinsey<sup>52</sup>, el premio que los inversionistas están dispuestos a pagar por un mejor gobierno corporativo es del promedio de 25% en países en desarrollo, pero en Chile dicho premio es de 18%. Este porcentaje, bastante aceptable, se debe a la modernización que tuvo el país a partir de la creación de la Ley De Opas y Gobiernos Corporativos en 2001. Sin embargo, un estudio realizado por

---

<sup>52</sup> Empresa consultora norteamericana que actualmente trabaja asociada al Banco Mundial.

ICARE<sup>53</sup>-McKinsey sobre Prácticas de Gobierno Corporativo en Chile, ha establecido que la mayoría de los directorios no tienen comités o sólo tienen el exigido por ley. Se detectó que existe una alta proporción de los directorios que no cuentan con directores independientes, existen directorios que tienden a enfocarse en aspectos de corto plazo, tales como presupuestos e inversiones, y en menor medida en aspectos estratégicos. Adicionalmente el estudio establece que no hay mecanismos formales de evaluación del desempeño de los directores, además de que un alto porcentaje de ellos no prepara adecuadamente las reuniones.

Una de las críticas que se ha hecho en este sentido, es que existen ejecutivos que son directores hasta en diez empresas simultáneamente (volviendo al viejo problema de control por oposición de intereses), cuestionándose por ello su compromiso y tiempo disponible con cada una de ellas. Las críticas también se han dirigido hacia los supuestos directores "independientes", pero en la práctica no son otra cosa que lobbystas<sup>54</sup> que buscan influir en las decisiones de las autoridades, fenómeno que está cobrando fuerza en algunos directorios de empresas que están sujetas a algún tipo de regulación, tales como tarifas o bandas de precios.

De hecho, aunque la legislación chilena define a un director independiente como el que no ha sido electo con los votos decisivos del controlador, en la actualidad una de las críticas que se hace es que muchos no actúan con dicha independencia en la sociedad que participan. Se cree que es necesario llevar el concepto de "director independiente" a los estándares internacionales para que estos cumplan la verdadera labor dentro de los directorios.

### **Comités de Directores.**

---

<sup>53</sup> Instituto chileno de Administración Racional de Empresas.

<sup>54</sup> Lobbystas llámese a las personas que mediante un medio informal como por ejemplo una conversación de pasillo busca influir en la decisión de quien es objeto de su lobby.



El que todas las sociedades anónimas abiertas cuenten en el futuro con comités de directores es uno de los desafíos que se está imponiendo para el mercado de capitales local. El objetivo es fortalecer los comités de directores, donde se propone extenderlos a todas las sociedades anónimas o al menos a las que transan en la bolsa. A través de la segunda reforma al mercado de capitales, se busca monitorear transparentemente las transacciones entre relacionadas asignándosele un papel preponderante al comité.

Dado lo anterior, las facultades ampliables al comité de directores que propone la SVS se relacionan con el informar al directorio ex-ante que a la junta ordinaria de accionistas, darle diversas facultades para proponer al directorio condiciones y requisitos para contratación de auditores, establecer requisitos de capacidad para interpretar los estados financieros de al menos uno de los integrantes del comité, y instaurar la difusión de las actividades del comité a través de la memoria anual e información en la junta de accionistas.

### **Transparentar la gestión de los directorios.**

En este punto sería importante incentivar u obligar a los directorios a entregar información más detallada basada en análisis profesionales, como por ejemplo, en los factores de riesgo del negocio y política de inversiones. El mercado se vería mucho más ahondado de información simétrica para todos los actores y por ende llegaría a empujarla al equilibrio competitivo. En este sentido se vuelve a tocar el tema de la autorregulación. Un ejemplo que apoya la autorregulación es el siguiente, es sabido que Chile se caracteriza por procesos judiciales lentos para eliminar conflictos de carácter más bien económico entre las empresas. Si tan solo la autorregulación llevara a la creación de un organismo más técnico que haría las veces de árbitro se agilizarían mucho estos procesos, reduciendo por ende los costos que esto lleva asociado.

### **4.3.2 Chile y el mundo.**

Quizás, el caso más cercano o asimilable, guardando las respectivas distancias, es el norteamericano. Una de las lecciones que dejaron los escándalos financieros

protagonizados por compañías norteamericanas, como Enron y Worldcom, fue que los buenos resultados que arrojan las empresas no son la manera más confiable de evaluar la eficiencia de una administración, así como tampoco la de un directorio.

El respaldo que brindaron los directores de estas empresas a sus ejecutivos, en el proceso de ocultamiento de los verdaderos resultados financieros, levantó una ola de cuestionamientos al sistema estadounidense, donde los directorios responden a la gerencia general o donde dos de cada tres de sus miembros son ejecutivos de la empresa.

Desde entonces, las empresas norteamericanas se han abocado a la tarea de aumentar el número de directores independientes, para terminar con esta relación. En Chile, aunque los directores representan a los accionistas, el tema de la independencia también está tocado en la segunda reforma al mercado de capitales. En los últimos años, el desafío ha estado en contrapesar los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios, lo que se ha traducido en la contratación de "directores profesionales", que respondan a los intereses de todos y que no sólo sean elegidos con los votos de los socios controladores de las compañías, a fin de lograr gobiernos corporativos éticamente correctos y eficientes desde el punto de vista de la generación de valor. De hecho, muchos de los contenidos de la Ley Sarbanes-Oxley, que firmó el presidente George Bush, fueron cubiertos por diversos cuerpos legales, especialmente la Ley de Opas, aunque se debe reconocer que hay que avanzar en el perfeccionamiento de las normativas que regulan el actuar de las firmas auditoras.

En países como Estados Unidos, España e Inglaterra, estas normas están contenidas en los códigos de buenas prácticas del gobierno corporativo. En resumen, estas normas entregan las recomendaciones para estructurar un directorio, a fin de hacerlo competente, transparente y alineado con los intereses de todos los accionistas.

### **4.3.3 Código de buenas prácticas en Chile.**

En Chile existe un comité, que trabajó hasta mediados del año 2002 en la elaboración de un reglamento para los gobiernos corporativos, el cual apunta a la autorregulación como

una forma eficiente de resolver conflictos y a establecer un código de ética entre las mismas empresas, iniciativa que complementa la Ley de Opas.

El proyecto, que se encuentra actualmente congelado, es una iniciativa de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), en el que participan representantes del sector empresarial.

El aporte más significativo de la Ley de Opas, aparte de lo señalado anteriormente es la mayor regulación de transacciones entre partes relacionadas, el establecimiento de la acción civil derivada, la igualdad expresa de los derechos entre accionistas y las nuevas causales que darán derecho a retiro.

#### **4.3.4 Resultados esperados de esta nueva reforma.**

Algunos sectores han afirmado que el costo de implantar gobiernos corporativos, necesariamente aleja a las pequeñas empresas, entidades a las cuales esta enfocado este proyecto de ley, pero se cree que la ventaja más importante de esta será la transparencia para los accionistas minoritarios e institucionales y, sobre todo para atraer inversionistas externos. Los gobiernos corporativos avalan la gestión de administración para una empresa, a través de información oportuna, fidedigna y confiable, lo que al final implicará un menor costo de capital o financiamiento de las mismas. Lo anterior esta avalado en que los países extranjeros inversionistas buscan países con estándares más elevados en este aspecto. Además de ser fundamental un buen manejo en el tema de gobiernos corporativos, en una economía de mercado como la de Chile donde el sector privado es el agente primordial para la creación de riqueza, inversión y desarrollo tecnológico, las empresas locales no pueden quedar en posiciones desventajosas originadas por mayores costos de financiamiento, sea de capital o de deuda.

## **4.4 Análisis Objetivo: Fortalecimiento de los mecanismos de ahorro previsional voluntario.**

### **4.4.1 Beneficios tributarios.**

En la segunda reforma al mercado de capitales se busca perfeccionar los mecanismos de ahorro previsional voluntario (APV), introduciendo un mecanismo de ahorro previsional voluntario colectivo (APVC) similar al sistema estadounidense 401-k, cuyo incentivo será la aplicación de beneficios tributarios tanto para el empleador como para el empleado, a fin de que sea un instrumento masivo.

Esta modalidad de aporte del empleador, en teoría sería más favorable para trabajadores de menores ingresos y de reducida capacidad de ahorro. Pero cae en contradicción con el hecho de que las personas de bajos ingresos, a los que se quiere llegar, no pagan impuesto a la renta y, por lo tanto, no se verían beneficiados por el mecanismo tributario y, finalmente quienes percibirían más beneficios serían los profesionales y ejecutivos de altos ingresos, debido a que en el actual sistema de APV en Chile lo que se observa es que la iniciativa tributaria recae sobre los trabajadores de ingresos más altos, donde el aporte del fisco por rebaja tributaria puede llegar a un 43% en los tramos más altos de renta imponible.

Para los trabajadores de ingresos medios-bajos el APV no es un sistema atractivo, pero sí puede serlo un sistema de ahorro voluntario colectivo donde la empresa ayuda a incrementar ese ahorro con un aporte equivalente al que realice el trabajador.

Una distinción importante, que si bien el ahorro tiene carácter de colectivo, el contrato de ahorro es individual y pertenece a cada trabajador. Es decir, esto no amarra al trabajador para quedarse en la empresa y por el hecho de renunciar no pierde los fondos ahorrados.

Por otra parte, si bien en Estados Unidos existen más de 400.000 empresas que ofrecen planes 401-k, con más del 90% con menos de 100 participantes, este sistema sigue

siendo un beneficio de las empresas más grandes y muchas veces sólo para sus trabajadores permanentes de jornada completa y no para los de jornada parcial o temporal.

Con el nuevo sistema similar al 401-k, los fondos mutuos y las compañías de seguros podrán entrar a competir por administrar los recursos que se generarán en cada empresa para el ahorro de los trabajadores, lo que les genera un panorama bastante auspicioso.

Actualmente los aseguradores y los fondos mutuos manejan en conjunto un monto cercano a los US\$ 36 mil millones, mientras que las AFP administran unos US\$ 38 mil millones, correspondientes al ahorro obligatorio y unos US\$ 13,5 millones de ahorro voluntario, lo cual equivale al 85% del total que a la fecha maneja ese negocio.

En Estados Unidos los empresarios administran los fondos, pactando con los actores financieros las condiciones más favorables para invertir, con lo cual les ofrecen a sus empleados un abanico de posibilidades. Tomando el empleador un rol activo en la gestión de las inversiones, al evaluar y seleccionar las alternativas de inversión a ofrecer a sus trabajadores.

Sin embargo, el reventón de la burbuja accionaria en EE.UU. dejó al descubierto el "lado oscuro" de los 401-k. Ya que algunas empresas igualaban sus contribuciones a este sistema con acciones propias. Por otro lado, muchas compañías permitían e incluso incentivaban a sus empleados a invertir en acciones de la misma empresa. El caso más emblemático fue el de Enron, empresa estadounidense que invirtió más del 80% del ahorro de los trabajadores proveniente del 401-k en acciones de la propia compañía, la cual finalmente quebró. Lo que llevo a que sus empleados perdieran gran parte de los ahorros de toda una vida.

En otros casos, los empleadores se limitaban a ofrecer un rango amplio de alternativas de inversión, sin destinar demasiado esfuerzo a la educación financiera de sus empleados, explicando conceptos como riesgo o diversificación. Menos aún se atrevían a aconsejar a sus trabajadores por temores de ser demandados en caso de no resultar acertados los consejos proporcionados. Por último, algunos empleadores negociaron planes con instituciones financieras movidos más por las ventajas para la empresa (créditos más

favorables, menores comisiones, etc.), que por los beneficios del trabajador, lo que sin duda se escapa del objetivo de este sistema de ahorro previsional colectivo.

Con estos antecedentes, contar con planes similares al 401-k, requiere corregir los errores ya conocidos, para que proporcionen concretamente más alternativas e incentivos al Ahorro Previsional Voluntario (APV), adicionales a los creados con su apertura, incorporando a otras instituciones adicionales a las AFPs, como compañías de seguros, fondos mutuos, bancos, etc.

#### **4.4.2 Otras propuestas a considerar.**

En cuanto a los retiros anticipados de ahorro podría aplicarse una tasa de impuestos diferidos y no una tasa marginal sobre el total retirado. En el caso de las personas, esta eliminación de castigo tributario podría ampliarse incluso a situaciones determinadas tales como: la compra de la primera vivienda, educación de los hijos, o enfermedades catastróficas. La inquietud se encuentra en la fiscalización de estos aspectos para la aplicación de las ventajas tributarias.

La simplicidad en el diseño y en el control es muy importante. Los volúmenes que inicialmente se manejarán hacen necesario un sistema de fácil diseño sin olvidar aspectos básicos de universalidad y equidad. Así también se suministraría la fiscalización y reduciría los costos que podrían hacer menos atractiva esta idea.

Otro mecanismo importante sería que el empleador pudiera imputar su aporte al APVC en la indemnización final que eventualmente podría recibir un empleado por la cesación de sus labores en la empresa, o incluso inclinar el aporte del empleador con una especie de diferimiento tributario, fomentando la permanencia del empleado en la organización.

#### **4.4.3 Bonos de reconocimiento.**

Con respecto a la desmaterialización de los bonos de reconocimiento a excepción de los que se transen por primera vez, ayudará sin duda a disminuir los riesgos de posibles endosos, evitando así, que este beneficio otorgado por el Estado, a las personas del antiguo sistema público de pensiones, sea utilizado por terceras personas con otros fines.

#### **4.4.4 Resultados esperados de esta nueva reforma.**

El resultado que se podría esperar, es el aumento del ahorro nacional por parte de la población activa, conllevando a una inyección de recursos frescos al mercado de capitales chileno, generando un aumento en las posibilidades de inversión de aquellas instituciones que alberguen estos recursos, ya que cuentan con más capital. Al cumplirse lo anterior, aquellos jubilados podrán optar a mayores montos de pensiones, mejorando por ende su calidad de vida en el futuro. Otro aspecto importante a considerar sería que en tiempos de reactivación económica no alteraría el equilibrio de gasto en el presente ya que la inversión sustituiría el traspaso de los fondos bajo decisiones de consumo intertemporal. Además las entidades administradoras de estos fondos estarán incentivadas a gestionarlos, ya que contarán con más recursos para poder realizar sus inversiones, obteniendo por ende el premio por el manejo eficiente de esos fondos.

En general los afiliados muestran un débil conocimiento del sistema de pensiones, lo que sin duda lleva a pensar que se debe avanzar en fomentar una mayor cultura previsional en los afiliados, por parte del Estado y las AFPs, para que las personas cuenten con toda la información necesaria al momento de optar o no por un sistema de Ahorro Previsional Voluntario Colectivo.

#### **4.5 Análisis Objetivo: Fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación.**

### **4.5.1 Marco regulatorio legal en Chile.**

Chile, con más de un siglo de experiencia en el mercado de valores, ha sido capaz de desarrollar una compleja estructura de regulación de sus mercados bursátiles. El órgano oficial encargado de la supervisión de los participantes se denomina la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, cuya presencia se remonta desde el año 1931. Como su nombre lo indica, el órgano regulador del mercado de valores chileno también tiene bajo su responsabilidad la supervisión del mercado de seguros en el país, abarcando tanto la fiscalización de estos mercados como fomentando las participaciones en los mismos. Desde un punto de vista global, la regulación y supervisión del mercado de capitales está constituida por la participación conjunta del Banco Central y tres superintendencias: la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y la Superintendencia de Administradores de Fondos de Pensión (SAFP).

Unido a este grupo de instituciones, existe un cuerpo normativo integrado por leyes, decretos de ley, reglamentos y otros, emitidos básicamente por la Secretaría de Hacienda y la Secretaría de Vivienda. En particular, la actual SVS está diseñada en el Decreto de Ley N° 3.538 de 1908 donde se establece como su función regular y supervisar a las personas que emitan o intermedien valores de oferta pública; a las bolsas de valores mobiliarios y a las operaciones bursátiles; a las asociaciones de agentes de valores y a las operaciones que éstos realicen; a los fondos mutuos y a las sociedades que los administren; a las sociedades anónimas y a las en comandita por acciones que la ley sujete a su vigilancia; a las empresas dedicadas al comercio de asegurar, reasegurar y cualquiera otra entidad o persona natural o jurídica, que la Ley de Mercado de Valores u otras leyes le encomienden.

### **4.5.2 Ejemplo Europeo.**

Como ejemplo de estandarización de mercados es imposible sustraerse del caso europeo. La unificación del viejo continente se ha llevado con una profunda seriedad y transparencia, de una manera gradual para evitar el shock en mercados más emergentes y dándole tiempo a la estandarización en todos sus potenciales países miembros. El caso



europeo nos revela también gran parte de los problemas de estandarización y coordinación supervisada. Guardando las proporciones estos ejemplos deben tomarse para hacer una consideración más acertada de la realidad chilena.

El caso de la Europa del Este, los países ex-comunistas que están solicitando su admisión ante la Unión Europea<sup>55</sup>, deben sincronizar sus leyes con las de la Unión Europea. Este proceso se torna lento, y se ha convertido en todo un pantano legislativo. La importación de leyes, patrones y regulaciones legales ha caracterizado los intentos de los países ex-comunistas para ser parte de Occidente. Expertos extranjeros han ayudado tanto a redactar aspectos reglamentarios legales y revisar las iniciativas de ley en todos los países interesados en formar parte de la Unión Europea. Estos mismos expertos colaboraron en el diseño de la constitución post-comunista en Ucrania, de la carta del Banco Central de Estonia, del régimen de transacciones seguras en Polonia y de la reglamentación sobre valores en Bulgaria. Los esfuerzos en favor de las reformas legales en materias económicas en el ex-bloque socialista, forman el segundo movimiento por la ley y el desarrollo.

Hoy, lo novedoso es que no sólo los gobiernos nacionales están adoptando la idea de reforzar las estructuras legales, con el fin de mejorar la arquitectura financiera internacional, sino que también lo están haciendo las organizaciones internacionales. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) fomenta el mejoramiento de las leyes que tienen que ver con instituciones corporativas y financieras, incluidos estandarización de operaciones y transparencia a nivel internacional. El FMI hizo suyos patrones legales y códigos desarrollados por otras instituciones, pero también promueve el desarrollo de nuevas reglamentaciones tanto para contabilidad y auditoría, reglamentación para los mercados de valores, leyes de quiebra, códigos para el manejo corporativo y normatividad bancaria y de seguros. La idea central es que esas leyes, una vez importadas, se incorporen a los sistemas legales nacionales, mejorando el marco legal de los países e impulsando el desarrollo. Todo lo anterior llevó al continente europeo a competir como bloque frente al liderazgo económico ejercido por Estados Unidos y por ende, ha resurgido con otra visión

---

<sup>55</sup> A la fecha de esta investigación ya fueron aceptados todos los países del bloque este europeo.

tanto la operación de los mercados como la coordinación de la supervisión en materias generales. Sin embargo aún persisten problemas en el continente europeo respecto de la coordinación en la supervisión de los mercados de valores. En este proceso de aproximación, los mercados europeos han abierto una gran paradoja, y es que a pesar de la integración de este gran mercado financiero, ha sido imposible la integración de las supervisoras. En estos países debido a la debilidad de los entes reguladores de algunos países, en su estructura organizativa, ha provocado efectos dominós en los países vecinos. Tal es el ejemplo de España que no ha concluido de reforzar sus características reguladoras y ha contagiado y provocado cierta inestabilidad en Francia y Portugal, vecinos directos.

#### **4.5.3 Ejemplo Norteamericano.**

El caso de Estados Unidos es otro ejemplo de los aspectos críticos a considerar, en la regulación de los mercados de valores y fortalecimientos de los mecanismos de supervisión o control. Una medición realizada por la firma mundial Price WaterHouse Cooper refleja que la ejecución de esta ley, ha dado lugar a cambios en controles y en prácticas de la conformidad en casi el 85% de las compañías multinacionales más grandes de las que operan en Estados Unidos. El 31% de los ejecutivos consultados piensan que la aplicación de la normativa traerá confianza en los mercados, mientras que 50% piensa que la ley no tendrá un impacto significativo por sí misma, en tanto que 19% prefirió esperar a observar el desarrollo de los hechos para emitir un juicio al respecto.

Los costos iniciales de adaptación al nuevo marco legal fueron percibidos en un nivel menor, y sólo un 3% considera que los costos de su ejecución han sido considerablemente altos. De cualquier forma esta ley podría incentivar a las empresas a las buenas prácticas contables, administrativas gerenciales y financieras, de manera de proteger los intereses de trabajadores y accionistas.

Está previsto que las compañías de Estados Unidos gasten más de 2.500 millones de dólares para cumplir con las disposiciones contables de la ley Sarbanes-Oxley. Con respecto a este punto, la creación de Consejo de Supervisión Contable en los Estados Unidos requiere necesariamente la estandarización de operaciones en los mercados para

facilitar tanto la supervisión y el control. En Chile los costos irían principalmente por el lado de la supervisión y el acatamiento de las empresas a las nuevas disposiciones reglamentarias. El costo de reformas de este tipo en el caso estadounidense puede ser una referencia cierta a escala local de las magnitudes de otros costos no detectados en la discusión central de la reforma.

#### **4.5.4 Resultados esperados de la reforma.**

En los últimos años se ha producido un giro acelerado en la estructura de los mercados de valores. Tradicionalmente, las bolsas eran lugares físicos, instituciones monopolistas que tenían encomendadas no solo la gerencia del mercado, sino también el ejercicio de funciones de supervisión. Hoy los mercados bursátiles son empresas estrictamente privadas, operan en plataformas electrónicas de negociación sin localización predeterminada, existiendo mucha competencia entre sí, y en dura competencia con nuevos sistemas de negociación alternativa, a través de Internet y a través de sistemas propios.

En este marco de competencia y cambio tecnológico, el país ha tomado distancia respecto de sus vecinos, ya que ha incentivado el desarrollo tecnológico en sus mercados de valores, por lo tanto la tecnología no sería un mayor problema para facilitar, por ejemplo, la entrega de información tanto al público como a las entidades reguladoras.

En cuanto a coordinar y reforzar la función de las reguladoras, se refuerza la idea de la rapidez de acción frente a determinados hechos, debido a la facilidad de transmisión de información entre estos entes. Además la posibilidad de efectuar análisis coordinados mejora la toma de decisiones, ya que los diversos expertos pueden interactuar y por ende mejorar las perspectivas de conocimiento, una gran ventaja a la hora de decidir. Otro beneficio sería que la supervisión coordinada mejora tanto la transparencia de las operaciones en el mercado de valores enviando una fuerte señal a los inversores extranjeros. Solo quedaría mencionar, que quizás el punto a estudiar en el futuro será el funcionamiento y los tiempos de respuesta de estas entidades reguladoras. Quizá, la supervisión coordinada, podría transformarse en una piedra de tope ya que si estos entes no están preparados para interactuar entre si, los procesos inevitablemente se tornarían más

lentos y por ende dificultaría en cierto modo el normal funcionamiento del mercado de capitales chileno.

## **CAPITULO V**

### **CONCLUSIONES**

Esta investigación concluye que el mercado de capitales es una estructura imprescindible en el campo de la economía, ya que favorece el encuentro de oferentes y demandantes de recursos financieros, otorgando las instancias para el desarrollo en esta área.

El mercado de capitales ha experimentado durante las últimas décadas numerosos avances, lo que ha permitido un mejor desarrollo de este, tornándolo más competitivo, líquido, eficiente y profundo. Estos avances se han transformado en la promulgación de leyes, reformas y comités en estos temas, tales como la creación del Comité de Mercado de Capitales, modificación a la Ley General de Bancos, Ley de Opas y la Primera Reforma al Mercado de Capitales. El gobierno juega un rol preponderante en este tema, debido a que ha sido el impulsor de la mayoría de estas iniciativas. En esta orientación, ha presentado el Proyecto de Ley de Reforma al Mercado de Capitales II.

En el caso de las modificaciones que se pretende implementar a la industria de capital de riesgo, si bien están encaminadas para promover la inversión en capitales emergentes, es difícil acertar en el comportamiento de esta industria, debido a que existen diversos factores, tales como culturales, del mismo mercado, factores de volatilidad y riesgo. Sin embargo este proyecto incentiva el desarrollo de nuevas empresas, mediante garantías a la deuda e incentivos tributarios.

La creación de la Sociedad Limitada por Acciones proveerá de organizaciones más flexibles fomentando el crecimiento de la industria, posibilitando el financiamiento de proyectos de capital de riesgo.

Si el capital de riesgo es desarrollado correctamente promoverá el desarrollo económico del país, como ha sido en EE.UU.

En otro aspecto, el adecuado impulso a los gobiernos corporativos es una de las ideas esenciales que apuntan a modernizar el funcionamiento y regulación de estos. Para mejorar la transparencia en este sentido es necesario adecuar un marco regulatorio distinto, innovador y dinámico para fomentar que realmente sean instituidas estas entidades en el mercado. La tarea pendiente sería un poco trascender este tipo de organización a empresas medianas y adecuar las normas para que incluso las pequeñas empresas puedan tener un sistema, si no igual, con parámetros parecidos.

En el caso del Ahorro Previsional Voluntario es necesario otorgar a las empresas incentivos tributarios para que estas se vean incentivadas a participar en estos fondos. Por otro lado el APVC, al ser un beneficio adicional que la empresa otorgaría a sus trabajadores, atraería y mantendría una mejor fuerza de trabajo en la empresa, lo que sin duda resultaría un ahorro fundamental para la organización al disminuir la rotación de trabajadores.

Este esquema de ahorros de largo plazo, ayudaría a lograr una mayor ampliación del mercado de capitales doméstico. Al crear una demanda adicional por títulos de renta variable y papeles de renta fija de largo plazo, como una nueva forma de financiamiento. El APVC si es implementado en el sistema chileno, debe considerar los errores cometidos por el país gestor a fin de evitar dificultades posteriores

A priori se puede decir que la reforma en el sentido del fortalecimiento de organismos regulatorios carece de ciertos aspectos técnicos y no esta explicitada a una política de inversiones para asegurar tecnología para todos los involucrados, tanto para los agentes, bolsas de valores y supervisores, en donde el costo de la implementación es un factor decisivo a la hora de votar en las cámaras legislativas respecto de este proyecto.

En cuanto al fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación del mercado de capitales, es de suma importancia, fortalecer la ética imperante en los negocios del país.

Una de las lecciones que deja la investigación sobre este tema, es que Chile posee una característica muy importante en materia de normativas, mantiene niveles de transparencia

adecuados para llevar a cabo este tipo de iniciativas y se sitúa de alguna manera, a la vanguardia de la modernización de mercados de capitales en América del Sur. Los temas de por sí son diversos y muy interesantes. Si bien, el tema central de la reforma es el perfeccionamiento del funcionamiento de la industria de capital de riesgo, es indispensable apoyar estas medidas con otras secundarias pero no por ellos menos relevantes. El ahorro previsional voluntario, el régimen de gobiernos corporativos, coordinación en la supervisión, entre otros, enseñan que para modernizar el funcionamiento de cualquier unidad dentro del mercado de capitales es necesario considerar muchos otros aspectos para lograr los objetivos.

El nivel de análisis y la crítica constructiva ayudan también en el aprendizaje del fundamento de posiciones frente a los diversos temas estudiados, intentando mantener un equilibrio y objetividad. Gracias a este seminario se ha encontrado también maduración personal, perfeccionando incluso actitudes propias frente a determinados temas y fortaleciendo el trabajo profesional, tanto en equipo e individual. El haber efectuado esta investigación, de actualidad nacional, ha significado no sólo un arduo trabajo sino que una retribución enorme en conocimientos en cuanto a la evolución que experimentó el mercado de capitales chileno y la importancia que ha ido tomando el capital de riesgo en el país.

El proyecto de segunda reforma al mercado de capitales trae al país avances en lo que respecta al mejor funcionamiento del mercado de capitales. Habrá que esperar algún tiempo para medir empíricamente estos efectos. Lo que dará pie a otra investigación que aportará beneficios significativos en el ámbito estudiado.

## **BIBLIOGRAFIA**

### **A. Libro.**

Brealey y Myers, “Fundamentos de Financiación empresarial”, 1998.

Ross, Westerfield, y Joffe, “Finanzas Corporativas”, 2000.

## **B. Tesis.**

Lilian Figueroa, Gisella Hilmer y Nelly Maraboli, “Descripción y Análisis de la Reforma al Mercado de Capitales I”, 2001.

Julio Pérez Vallejos, “Desarrollo de Capital de Riesgo en Chile: Alternativas para su desarrollo”, 2001.

## **C. Conferencia, Reunión o Documento.**

Entrevista a Srta. María Paulina Zunino, Coordinadora Subrogante Escuela de Sistemas de Información y Auditoría, integrante de la Comisión Técnica de Principios y Normas de Contabilidad, 2004.

Mensaje de S. E. Presidente de la República, Don Ricardo Lagos Escobar, al Congreso Nacional con el que presenta el proyecto reforma MKII. Expuesto el 30 de Junio del año 2003.

Agenda Pro Crecimiento, “Propuestas de reformas al mercado de capitales II”, 2002.

Banco Mundial, “Informe ROSC sobre estandarización internacional de normativas de gestión empresarial”, 2003.

El Capital de Riesgo en la Unión Europea, “desarrollo, políticas públicas y proceso de integración”.

Does Venture Capital Spur Innovation? Samuel Kortum, Josh Lerner, 1998.

Cámara Chilena de la Construcción, “Un Mercado de Capitales para Crecer”, 2003.

“Las vías para mejorar el mercado”, Axel Christensen Gerente de Desarrollo y Negocios de Moneda Asset Management.

“Un diagnóstico del capital de riesgo en Chile”, División de Estudios y Relaciones Internacionales Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, 2002.



“Capital de Riesgo, una revisión del caso chileno”, Raúl Alée G., 2002.

“El capital de Riesgo en España, informe de capital de riesgo”, José Martí, años 1999, 2000, 2001, 2002 y 2003.

“La información financiera en el mercado de valores chileno”. Lucía Canales Lardiez, Jefe División Control Financiero – Valores.

“Observaciones sobre la experiencia macroeconómica chilena de 1985 – 1989”, Juan Andrés Fontaine T, Centro de Estudios Públicos.

“Reformas al mercado de capitales”: T.A.S.C. Ilades Georgetown University, Informe de Gestión SVS, 2002.

“Beneficios y diseño del ahorro previsional voluntario colectivo”, Mario Abuhadba, director Centro de Ética de Negocios UST., artículo de Informe Área de Negocios N°11, 2003.

Ministerio de Hacienda, “Hacienda lanza segunda reforma del mercado de capitales”, 2003.

“Informe ROSC sobre estandarización internacional de normativas de gestión empresarial”, Banco Mundial.

“Las vías para mejorar el mercado”, Axel Christensen, Gerente de Desarrollo y Negocios de Moneda Asset Management.

#### **D. Sitios www (World Wide Web).**

[www.summabansander.cl](http://www.summabansander.cl) , “Multifondos”.

[www.feller-rate.cl](http://www.feller-rate.cl) , “Activo Contable Depurado (ACD)”.

[www.hacienda.cl](http://www.hacienda.cl) , “Multifondos, ACD, Bolsa de Productos Agrícolas”.

[www.santader-investment.cl](http://www.santader-investment.cl) , “ACD”.

[www.lexinexis.cl](http://www.lexinexis.cl) , “Bolsa de Productos Agrícolas”.

[www.gobierno.cl](http://www.gobierno.cl) , “Bolsa de Productos Agrícolas”.

[www.ccr.cl](http://www.ccr.cl) , “Comisión Clasificadora de Riesgo”.

[www.economia.cl](http://www.economia.cl) , Ministerio de Economía, “Diccionario de términos económicos”.

[www.svs.cl](http://www.svs.cl) , “Comunicado de prensa”, “Estructura del mercado”.

[www.capitaljoven.com](http://www.capitaljoven.com) , “Licencias Bancarias”.

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl) , “Normas de reserva técnica”.

[www.minhda.cl](http://www.minhda.cl) , Ministerio de Hacienda, “Hacienda lanza segunda reforma del mercado de capitales”.

[www.elkybalion.com](http://www.elkybalion.com) , “Un Mercado de Capitales para Crecer”, “Análisis del Mercado de Capital de Riesgo en Chile”.

[www.minhda.cl](http://www.minhda.cl) , “Reforma al Mercado de Capitales”.

[www.cariola.cl](http://www.cariola.cl) , “Mayor Fiscalización de la SVS”.

[www.baquia.com](http://www.baquia.com) , “Ni capital ni riesgo”, “A promover el capital de riesgo”.

[www.eldiario.cl](http://www.eldiario.cl) , Diario Financiero, “Los cambios que vienen en los comités de directores con MK II”, “La herencia que dejó el episodio Corfo-Inverlink en el proyecto”, “Nuevas barreras de entrada al sector financiero”.

[www.chile\\_market.cl](http://www.chile_market.cl), “Ahorro Voluntario Colectivo”.

[www.sii.cl](http://www.sii.cl)

[www.sbif.cl](http://www.sbif.cl)

[www.capitalderiesgo.cl](http://www.capitalderiesgo.cl)

## **E. Leyes.**

DL N° 824, Ley Sobre Impuesto a la Renta.

DL N° 825, Ley de Impuesto sobre las Ventas y Servicios.

## **F. Diarios y Revistas electrónicas.**

Diarios la Tercera, 2003.

Diario el Mercurio, 2004.

Diario la Estrategia, 2004.

Diario Financiero, 2004-2003.

## **G. Materiales Especiales.**

Ministro Nicolás Eizaguirre, Presentación en Power Point: “Evolución del Mercado de Capitales”.

Oswaldo Macías M., Intendente de Seguros, Presentación en Power Point: “Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC)”.

Lucía Canales Lardiez, Jefe División Control Financiero – Valores, Presentación en Power Point: “La información financiera en el mercado de valores chileno”.

## **ANEXO**

### **PROYECTO DE LEY:**

**ARTICULO 1°.** - Intercálese en el inciso primero del artículo 18° quater, de la Ley sobre Impuesto a la Renta, contenida en el artículo 1° del D.L. N°824, de 1974, antes del punto seguido, las siguientes oraciones:

"Para los efectos de este artículo, no se considerará rescate el traspaso de cuotas que efectúe el partícipe entre Fondos administrados por una misma sociedad administradora. En este caso, cuando se efectúe el rescate de las cuotas, el mayor valor se determinará comparando el valor de adquisición inicial de éstas, debidamente reajustado en la forma prevista en el artículo 17°, del D.L. N° 1.328, de 1976, con el de rescate."

**ARTICULO 2°.**- Agregase en el artículo 9° del Decreto Ley N° 3.475, de 1980, que contiene la Ley de Impuesto de Timbres y Estampillas, el siguiente N° 7, nuevo:"7.- El deudor, en aquellos casos en que el acreedor o beneficiario del documento afecto a los impuestos de esta ley, no tenga domicilio o residencia en Chile."

**ARTICULO 3°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones a la ley General de Bancos, cuyo texto fue fijado por el artículo único del Decreto con Fuerza de Ley N° 3, de Hacienda, de 1997: **1)** Introdúcense el siguiente inciso final, nuevo, al artículo 28: “Los Superintendentes de Bancos e Instituciones Financieras, de Valores y Seguros y de Administradoras de Fondos de Pensiones en comité, se reunirán con la periodicidad que determinen, para debatir y resolver asuntos de su competencia que tengan relación con las facultades y obligaciones de esas instituciones. Podrán, además, compartir información, incluso la que la ley califica de reservada, cuando alguna de ellas deba pronunciarse sobre la creación, funcionamiento o desarrollo o disolución de una empresa sometida a su fiscalización.”. **2)** Reemplázase el artículo 35, por el siguiente: “Artículo 35.- Cuando la Superintendencia deba pronunciarse sobre un prospecto de nuevo banco o la adquisición de acciones de un banco existente, de acuerdo con los artículos 27 y 36, y estime que corresponde resolver negativamente, podrá consultar al Consejo del Banco Central acerca de esa decisión. Si el Consejo concuerda con la opinión, la Superintendencia quedará habilitada para pronunciarse en ese sentido.”. **3)** Suprímase el inciso segundo del artículo 63. **4)** Introdúcense las siguientes modificaciones al artículo 65: **a)** Reemplázase en su inciso primero, las palabras: “capital pagado y reservas” por las siguientes: “patrimonio efectivo”. **b)** Reemplázase en el mismo inciso primero, la frase “o en documentos emitidos por esta institución o el Servicio de Tesorerías, para cuyo vencimiento no falten más de 90 días.”, por la siguiente: “o en documentos emitidos por esta institución o por el Servicio de Tesorerías a cualquier plazo valorados según precios de mercado.”. **c)** Elimínese en el inciso segundo, letra a), la frase “o dentro de un plazo inferior a 30 días y también los depósitos y captaciones a plazo a contar desde el décimo día que preceda al de su vencimiento”. **d)** Reemplácese en el inciso segundo, letra b), la frase “los préstamos” por la siguiente “los depósitos, préstamos o cualquier otra obligación que el banco haya contraído con otra empresa bancaria”. **5)** Agrégase a la letra a), del artículo 70, a continuación del inciso primero, el siguiente inciso nuevo: “Para los efectos de la consolidación que deberán efectuar estas sociedades con el banco que sea su matriz, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras podrá pedirles directamente sus estados financieros y revisar en ellas todos los datos e informaciones que le permitan conocer su real situación de solvencia.”. **6)** Deróguense los artículos 112 a 117, ambos inclusive y todas las referencias

contenidas en la ley a las sociedades financieras. **7)** Suprímase el inciso penúltimo del artículo 123. **8)** Suprímase en el artículo 132, en el inciso primero, la frase: “y los depósitos y captaciones a plazo a que se refiere el inciso segundo, letra a), del artículo 65,” y reemplazase la coma que precede a la frase “las obligaciones a la vista” por la conjunción: “y”. **9)** Deróguese el artículo 147. **10)** Agrégase el siguiente Título XVIII, nuevo: “TITULO XVIII SOLUCION DE CONTROVERSIAS ENTRE BANCOS Y CLIENTES Artículo 161. Los bancos deberán designar una persona natural o jurídica autónoma, llamada “Defensor del 42 Cliente”, para que resuelva las reclamaciones que interpongan sus clientes con relación a una operación determinada, con las limitaciones de naturaleza y monto que establezca la Superintendencia y con el procedimiento administrativo que determine el mismo organismo, quien tendrá su fiscalización. Los gastos que ocasione el mantenimiento de la oficina del defensor serán de cargo de la institución que lo designó. Artículo 162. Las resoluciones que dicte el defensor serán fundadas y obligatorias para la institución que lo designó, pero el cliente tendrá libertad para acogerse a ellas. Artículo 163. En ningún caso podrá el defensor del cliente ordenar el cumplimiento de obligaciones por equivalencia o regular indemnizaciones de perjuicios, todo lo cual corresponderá exclusivamente a los Tribunales de Justicia. Artículo 164. La Superintendencia podrá eximir de la obligación que establece este título a los bancos que por la naturaleza de sus operaciones o por el número de clientes o de reclamaciones no justifiquen la necesidad de designar un “Defensor del Cliente.”.”.

**ARTICULO 4°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones al Decreto con Fuerza de Ley N° 251, de Hacienda, de 1931, sobre Compañías de Seguros: **1)** Reemplázase en el artículo 3°, la letra i) el guarismo “120” por “500”, y agréguese después de la palabra “fomento” la siguiente expresión “o cuando excediendo de dicho monto, así se hubiere estipulado en la póliza respectiva”. **2)** Modifícase el Artículo 4°, en el siguiente modo: **a)** Reemplázase el inciso segundo, por el siguiente: “Sin perjuicio de lo anterior, los seguros de transporte marítimo internacional, aviación comercial internacional y mercancías en tránsito internacional, podrán ser contratados con compañías extranjeras establecidas en el territorio de un país con el cual se hubiese suscrito un tratado internacional que se encuentre vigente y en el cual Chile haya comprometido la contratación transfronteriza de dichos seguros. En todo caso, estas compañías deberán cumplir con los términos y

condiciones establecidos en dichos tratados como asimismo con los requisitos que la Superintendencia establezca mediante norma de carácter general.”. **b)** Intercálase, a continuación del inciso segundo los siguientes incisos tercero a quinto, quedando los actuales incisos tercero y cuarto, como sexto y séptimo: “De igual modo, cualquier persona natural o jurídica podrá contratar libremente en el extranjero toda clase de seguros, a excepción de los seguros obligatorios establecidos por ley y aquellos contemplados en el Decreto Ley N° 3.500 de 1980. En los casos señalados en los incisos segundo y tercero precedentes, la contratación de dichos seguros quedará sujeta a la normativa sobre operaciones de cambios internacionales. Asimismo las entidades aseguradoras y reaseguradoras podrán suscribir riesgos provenientes del extranjero.”. **3)** Intercálase, a continuación del artículo 9°, el siguiente Artículo 9 bis, nuevo: “Las personas naturales o jurídicas que, personalmente o en conjunto sean controladoras de una compañía de seguros del segundo grupo conforme al artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores y, además, posean individualmente más del 10% de sus acciones, deberán enviar a la Superintendencia información confiable acerca de su situación financiera. La Superintendencia, mediante norma de carácter general, determinará la periodicidad y contenido de esta información que no podrá exceder de la que exige a las sociedades anónimas abiertas.”. **4)** Sustitúyese en el inciso primero del artículo 10°, la segunda oración por las siguientes: “Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia podrá autorizar, mediante norma de carácter general, se pacten otros sistemas de reajustabilidad o moneda de curso legal. Pactada en moneda de curso legal, la indemnización deberá reajustarse según la variación que experimente la unidad de fomento entre el día del siniestro y el de pago efectivo.”. **5)** Sustitúyese en el N° 2 del artículo 16°, la expresión “de garantía” por “para responder”. **6)** Modifícase el artículo 21, de la siguiente manera: **a)** Incorpórese en el N° 1, la siguiente letra f), nueva: “f) Pagarés u otros instrumentos de crédito suscritos por personas naturales que constituyan título ejecutivo, conforme a los requisitos, condiciones y límites que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general. En todo caso, la Superintendencia no podrá fijar un límite de inversión en estos instrumentos superior al 5% de las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo.”. **b)** Incorpórese en el N° 5, la siguiente letra e), nueva, pasando las actuales e) y f), a ser f) y g), respectivamente: “e) Préstamos otorgados a asegurados de pólizas de seguro de crédito, a que se refiere el artículo 11, que cumplan con

los requisitos, condiciones y límites que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general, hasta por el monto del crédito asegurado.”. **c)** Incorpórase el siguiente número 7, nuevo: “7) Otros instrumentos y activos autorizados por la Superintendencia, conforme a los requisitos, condiciones y límites que establezca mediante norma de carácter general. El límite máximo de inversión para el total de estos activos que fije la Superintendencia, no podrá ser superior al 5% de las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo de las compañías.”. **7)** Modifícase el artículo 23, en el siguiente tenor: **a)** Incorpórese en el N° 1 del artículo 23, la siguiente nueva letra l), nueva: “l) 10% del total, en aquellos activos de la letra e) del N° 5.”. **b)** Incorpórense en el N° 2, las siguientes letras g) y h), nuevas: “g) 0,5% del total, para la suma de la inversión en instrumentos de las letras c) del N° 1 y a) y b) del N° 3, comprendidos en las letras a) y h) del N° 1 de este artículo, según corresponda, emitidos por una misma entidad o sus respectivas filiales. h) 10% del total, para la suma de la inversión en los siguientes instrumentos: i) Instrumentos de la letra f) del N° 1; ii) Instrumentos de la letra a) del N° 2, que no cumplan con el requisito de presencia bursátil que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general; iii) Instrumentos de los números 6 y 7; iv) Instrumentos de la letra c) del N° 1 y a) y b) del N° 3, comprendidos en las letra a) y h) del N° 1 de este artículo.”. **8)** Modifícase el artículo 37 en los siguientes términos: **a)** Intercálese el siguiente nuevo inciso segundo, pasando el actual a ser tercero: “Tratándose de compañías del segundo grupo, la Superintendencia podrá requerir otros antecedentes que permitan establecer la integridad y solvencia de los accionistas y sus controladores.”. **b)** Agrégase el siguiente nuevo inciso final: “Si al pronunciarse sobre la aprobación de una autorización de una compañía del segundo grupo, la Superintendencia estimare que debe rechazarlo, podrá consultar a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Si todas ellas concuerdan con la opinión de la Superintendencia, ésta podrá rechazarlo sin más trámite.”. **9)** Agréguese en el artículo 38 los siguientes incisos segundo a cuarto, nuevos: “Tratándose de acciones de compañías del segundo grupo, si el poseedor de dichas acciones es una sociedad de cualquier tipo, sus socios o accionistas no podrán ceder un porcentaje de derechos o de acciones en su sociedad, superior a un 10%, sin haber informado y acreditado a la Superintendencia las circunstancias indicadas en las letras a) y b) del artículo anterior. Antes de cumplir con lo preceptuado en este artículo, el adquirente

de derechos o de acciones no podrá ejercer el derecho a voto en la compañía de seguros. Si las acciones así adquiridas, antes de cumplirse lo establecido en este artículo, se hubieren inscrito en el registro de accionistas de la entidad aseguradora, o se hubiere transferido el dominio de las acciones o derechos en la sociedad propietaria de las acciones, en su caso, la Superintendencia declarará la exclusión del derecho a voto y comunicará su determinación a la entidad aseguradora para su cumplimiento y correspondiente anotación en el registro de accionistas. Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia podrá proceder de acuerdo al inciso cuarto del artículo anterior, para declarar la exclusión del derecho a voto de las acciones de compañías del segundo grupo sujetas a este artículo en su cambio de propiedad.”

**10)** Incorpórase el siguiente artículo 40°, nuevo: “Artículo 40°.- Las entidades aseguradoras deberán designar a una persona natural o jurídica llamada “Defensor del Asegurado”, para que conozca de las reclamaciones que formulen los contratantes, asegurados, beneficiarios y derechohabientes de unos y otros contra dichas entidades. La Superintendencia, mediante norma de carácter general, establecerá el procedimiento administrativo a que se sujetará, las limitaciones de naturaleza y monto a que estarán afectas dichas reclamaciones, los requisitos mínimos a cumplir por las personas a designar, y otras materias relacionadas, quedando sujetas a su fiscalización las personas que se designen. Los gastos que se ocasionen con motivo de la actuación del defensor del asegurado, serán de cargo de la institución que lo designe, no pudiendo, en ningún caso, ser de cargo de los reclamantes. La decisión del defensor del asegurado será fundada y obligatoria para la institución que lo designó, pero el reclamante tendrá libertad para acogerse a ella. El defensor del asegurado sólo podrá conocer y pronunciarse de la ejecución del contrato respectivo, y no obligará a la compañía en materias distintas a las convenidas en la póliza. Lo anterior no obsta a la posibilidad de recurrir a los tribunales o a otros mecanismos de solución de conflictos.”

**11)** Introdúzcase en el artículo 46, la siguiente frase al inicio del inciso primero: “Exceptuadas aquellas compañías comprendidas en el inciso segundo del artículo 4° y únicamente con respecto a los seguros allí señalados,”

**12)** Agréguese en el artículo 58, el siguiente inciso final: “Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, en el caso de los seguros de transporte marítimo internacional, aviación comercial internacional y mercancías en tránsito internacional, podrán efectuar la intermediación de los mismos las personas naturales o jurídicas establecidas en el territorio



de un país con el cual se hubiese suscrito un tratado internacional que se encuentre vigente y en el cual Chile haya comprometido la intermediación transfronteriza de dichos seguros. En todo caso, estos intermediarios deberán cumplir con los términos y condiciones establecidos en dichos tratados como asimismo con los requisitos que la Superintendencia establezca mediante norma de carácter general.”. **13)** Agrégase en el Título IV un nuevo párrafo 4. “Régimen Especial de Regularización”, pasando los actuales 4 y 5, a ser 5 y 6, respectivamente, e introdúzcase el siguiente nuevo artículo 73 bis: “Artículo 73 bis.- La Superintendencia, sin sujeción a los plazos previstos en este Título, podrá, por resolución fundada, adoptar una o más de las medidas establecidas en los artículos precedentes o aplicar las sanciones señaladas en el artículo 44°, en caso que la compañía presente déficit de inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo igual o superior al 10%, o endeudamiento superior en un 40% o más al máximo establecido en el artículo 15°. Los porcentajes señalados se rebajarán a la mitad, si la situación de déficit o sobreendeudamiento se origina en operaciones efectuadas con personas relacionadas, directamente o a través de terceros, con su propiedad o gestión.”

**ARTICULO 5°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones al Decreto Ley N° 3.500, de 1980, que establece el Nuevo Sistema de Pensiones: **1)** Agréguese en el artículo 23, en el inciso vigésimo, la siguiente oración, pasando el punto aparte (.) a ser punto seguido: “Asimismo, cada Administradora podrá adquirir directa o indirectamente hasta un siete por ciento de las acciones suscritas de una sociedad anónima que tenga como giro la liquidación y compensación de valores, con la cual la Superintendencia le haya autorizado a operar.”. **2)** Agréguese en el artículo 28, en el inciso tercero, sustituyendo el punto aparte (.) por una coma (,), la siguiente oración: “con excepción de aquellas que se cobren por la administración de depósitos de ahorro previsional voluntario.”. **3)** Modifícase el artículo 44, de la siguiente forma: **a)** Reemplázase en la primera oración del inciso primero, la frase “a lo menos, el noventa por ciento” por la expresión “la totalidad”. A su vez, intercálase entre las expresiones “respectivos” y “deberán”, la expresión “, susceptibles de ser custodiados.”. Asimismo, agrégase a continuación del punto aparte que pasa a ser punto seguido la siguiente tercera oración: “La Superintendencia mediante norma de carácter general establecerá los títulos susceptibles de ser custodiados por parte de las referidas entidades.”. **b)** Reemplázase los incisos tercero y cuarto por los siguientes: “El depositario no podrá

autorizar el retiro de los títulos en custodia, si con ello el Fondo respectivo deja de cumplir con el valor mínimo que determinará la Superintendencia para cada uno de los Fondos de Pensiones. En el evento de que ello ocurriere, la Administradora deberá efectuar las diligencias necesarias que le permitan cumplir la respectiva operación en el mercado secundario formal, a más tardar el día hábil siguiente a la fecha en que correspondía su cumplimiento. El valor mínimo al que se refiere el inciso anterior, será establecido para cada uno de los Fondos de Pensiones y comunicado al Banco Central de Chile o a las empresas de depósito de valores, al menos una vez a la semana y no podrá ser inferior al noventa por ciento del valor de cada uno de los Fondos y sus respectivos Encajes.”. **c)** Reemplázase en el inciso octavo, la expresión “seis” por “tres”. **d)** Elimínase el inciso noveno. **e)** Reemplázase el inciso undécimo por el siguiente: “La constitución en garantía en favor de las Cámaras de Compensación, por operaciones de cobertura de riesgo financiero, sólo podrá efectuarse por parte de las Administradoras con títulos de propiedad de un Fondo que se encuentren en custodia.”. **f)** Reemplázase el inciso final por el siguiente: “Para efectos del cumplimiento de la obligación establecida en este artículo, se entenderá como valor de un Fondo de Pensiones y del Encaje al valor de las inversiones del Fondo respectivo, deducido el valor de los instrumentos financieros entregados en préstamo a que se refieren las letras k) y n) del inciso segundo del artículo 45, cuando corresponda.”.

**4)** Reemplázase la letra e), del inciso segundo del artículo 45, por la siguiente: “e) Bonos de empresas públicas y privadas y bonos de fondos de inversión a que se refiere la ley N° 18.815.”. **5)** Modifícase el artículo 47, de la siguiente forma: **a)** Intercálese en el inciso vigésimo tercero, entre las expresiones “transferibles,” y “no podrá”, la siguiente oración “así como en bonos emitidos por fondos de inversión.”. **b)** Agrégase en el inciso vigésimo quinto la siguiente oración a continuación del punto aparte que pasa a ser punto seguido: “Por su parte, para cada Fondo de Pensiones Tipos A, B, C o D, la suma de las inversiones en cuotas y bonos de fondos de inversión, no podrá exceder del siete por ciento del valor del Fondo.”. **c)** Reemplázase en la primera oración del inciso cuadragésimo, entre las expresiones “número de” y “de suscribir”, la oración “cuotas de cada fondo de inversión prometidas”, por la siguiente: “cuotas y bonos de cada fondo de inversión prometidos”. **6)** Modifícase el artículo 48 de la siguiente forma: **a)** Reemplázase en la primera oración del inciso quinto, la expresión “cuotas de” por la siguiente: “cuotas o bonos emitidos por”. A

su vez, reemplázase en la segunda oración la expresión “Los aportes” por “El pago de las inversiones”. Finalmente, intercálese en la misma oración entre las expresiones “entrega de” y “las cuotas”, lo siguiente: “los bonos o”. **b)** Reemplázase en la primera oración del inciso sexto la expresión “la emisión de” por “respecto de la emisión de los bonos o de las”. Asimismo, en la segunda oración intercálese entre las expresiones “pago de” y “cuotas” lo siguiente: “bonos o”. **c)** Intercálese en el inciso séptimo entre las expresiones “adquisición de” y “cuotas” lo siguiente: “bonos o”. A su vez, reemplázase la palabra “tres” por “seis”. **d)** Reemplázase los incisos octavo y noveno por los siguientes incisos nuevos: “Las inversiones comprometidas mediante contratos de promesa de suscripción y pago de bonos o cuotas de fondos de inversión, no podrán exceder en su totalidad, del cuatro por ciento del valor del Fondo de Pensiones respectivo. Asimismo, estas inversiones, en su conjunto, no podrán superar el uno y medio por ciento del valor del Fondo por cada emisor en particular. Para los efectos de los límites de inversión establecidos en los artículos 45, 47 y 47 bis, se entenderá que la inversión en bonos de empresas públicas y privadas y fondos de inversión, a que se refiere la letra e) del artículo 45, comprende las inversiones comprometidas mediante contratos de promesa de suscripción y pago de bonos. A su vez, para efecto de los mencionados artículos, se entenderá que la inversión en cuotas de fondos de inversión, a que se refiere la letra i) del artículo 45, comprende las inversiones comprometidas mediante contratos de promesa de suscripción y pago de cuotas. Si como resultado de la inversión en bonos y cuotas, originada en el cumplimiento de los contratos a que se refiere el inciso quinto del artículo 48, se excedieran los límites de inversión por instrumento o emisor, o existiendo exceso éste se incrementara, el Fondo tendrá un plazo de tres años para eliminar el monto representativo del exceso resultante de la operación. Se extinguirá la obligación de efectuar el pago de inversiones en un fondo de inversión cuando al momento de suscribir las cuotas o bonos y de enterar el pago de las inversiones, las cuotas o bonos, según corresponda, se encuentren desaprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo o cuando se liquide el Fondo de Pensiones respectivo. Con todo, no procederá la restitución de los aportes que se hayan efectuado ni quedarán sin efecto los bonos o las cuotas suscritas y pagadas, respectivamente.”. **7)** Modifícase el artículo 94 de la siguiente forma: **a)** Agréguese en el número 1., el siguiente párrafo segundo, nuevo: “Asimismo, por requerirlo el interés nacional, ninguna persona podrá adquirir directamente o a través de terceros,

acciones de una Administradora que, por sí solas o sumadas a las que ya posea, representen diez por ciento o más del capital de ésta, sin que previamente haya obtenido autorización de la Superintendencia. Las acciones de la Administradora que se encuentren en la situación antes mencionada y cuya adquisición no haya sido autorizada no tendrán derecho a voto. La Superintendencia sólo podrá denegar tal autorización si quienes la solicitan no cumplen con los requisitos de integridad y solvencia que serán evaluados por aquélla. Si al pronunciarse sobre la aprobación de cambio de propiedad a que alude el inciso anterior, la Superintendencia estimare que debe rechazarlo, podrá consultar al respecto a las Superintendencias de Bancos e Instituciones Financieras y de Valores y Seguros. Si ellas concuerdan con la opinión de la Superintendencia, ésta podrá rechazarlo sin más trámite.”.

**b)** Agregase los siguientes números 12 al 14, nuevos: “12. Nombrar, mediante resolución fundada, a un administrador provisional de los Fondos de Pensiones de una Administradora, cuando existieren presunciones fundadas acerca de la ocurrencia de hechos que pusieren en riesgo la seguridad de los fondos. El administrador provisional tendrá respecto de los Fondos de Pensiones, las facultades que, para su administración, la ley confiera al directorio y al gerente general de la Administradora, la cual quedará obligada, a su costo, de poner a disposición del administrador provisional, todos los recursos necesarios para que éste pueda desempeñar debidamente sus funciones. La resolución que designe al administrador provisional de los Fondos de Pensiones se cumplirá sin más trámite que su notificación a la Administradora, y será reclamable ante la Corte de Apelaciones respectiva, sujetándose su tramitación al procedimiento establecido en el número ocho del presente artículo. El nombramiento del administrador provisional no podrá tener una duración superior a cuatro meses, no obstante lo cual podrá renovarse por un nuevo período no superior a cuatro meses, si el Superintendente lo estima necesario. 13. Requerir que las personas naturales o jurídicas que, personalmente o en conjunto, sean controladoras de una Administradora conforme al artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores o posean individualmente más del diez por ciento de sus acciones, envíen a la Superintendencia información confiable acerca de su situación financiera. La Superintendencia, mediante normas generales, determinará la periodicidad y contenido de esta información, que no podrá exceder de la que exige la Superintendencia de Valores y Seguros a las sociedades anónimas abiertas. 14. Instruir, por resolución fundada, a una

Administradora que se abstenga de efectuar con recursos de los Fondos de Pensiones, las transacciones que específicamente determine con o a través de personas relacionadas a ella, hasta por un plazo de tres meses renovable por igual período, cuando la situación financiera de la Administradora o sus personas relacionadas lo ameriten. La Superintendencia podrá impartir igual instrucción en caso que dichas personas relacionadas hubieran incumplido disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que les sean aplicables conforme a su objeto social en forma reiterada o grave.”. 8) Modifícase el inciso primero del artículo 3º, del Título XV en la siguiente forma: a) Reemplazase las palabras “instrumento expresado” por “título de deuda denominado”; y b) Agréguese al final del inciso, la siguiente frase: “El Bono de Reconocimiento podrá emitirse por medios inmateriales, esto es, sin que sea necesaria la impresión de una lámina física en la que conste el bono respectivo, pero en tal caso, los bonos emitidos bajo esta modalidad, deberán depositarse en un depósito centralizado de valores autorizado por la ley N° 18.876.”. 9) Modifícase el inciso primero del artículo 11, en la siguiente forma: a) Elimínase las palabras “mediante un documento que cuente con las características necesarias para impedir su falsificación”; y b) Agréguese al final del inciso que se modifica, la siguiente frase: “El Bono de Reconocimiento será emitido sin que sea necesaria la impresión de una lámina física en la que conste el bono respectivo, en la medida que los bonos emitidos bajo esta modalidad sean depositados en un depósito centralizado de valores autorizado por la ley N° 18.876. Con todo, si por alguna razón legítima fuere requerida la impresión física de un documento en el que conste el Bono de Reconocimiento, éste contará con las características necesarias para impedir su falsificación y los costos de impresión serán de cargo del requirente.”. 10) Reemplácese en el inciso primero del artículo 12, las palabras “endosado el documento” por “transferido el Bono”.

**ARTICULO 6º.-** Deróguese el artículo 5º transitorio de la Ley N° 19.795, que modificó el D.L. N° 3.500, en materia de inversión de los Fondos de Pensiones, de 28 de febrero de 2002.

**ARTICULO 7º.-** Introdúcense las siguientes modificaciones a la Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores: 1) Incorporase como artículo 13, el siguiente texto: “Art. 13º. La Superintendencia determinará, mediante norma de carácter general, los medios alternativos

a través de los cuales las sociedades fiscalizadas podrán enviar o poner a disposición de sus accionistas, los documentos, información y comunicaciones que establece esta Ley.”. **2)** Reemplázase en el inciso segundo del artículo 30, el guarismo “4.000” por “20.000”. **3)** Introdúcese en el artículo 34, el siguiente inciso segundo, nuevo: “La Superintendencia podrá exigir requisitos adicionales a los ejecutivos principales y personal que participen en la intermediación de valores.”. **4)** Modifícase el artículo 40, de la siguiente forma: **a)** Sustitúyase el N° 4) por el siguiente: “4) Deben constituirse y mantener un capital pagado mínimo equivalente a 30.000 unidades de fomento dividido en acciones sin valor nominal y un número de miembros de a lo menos 10 corredores de bolsa. Si durante la vigencia de la sociedad el monto de su patrimonio neto o el número de miembros se redujere a cifras inferiores a las establecidas en el inciso precedente, la bolsa dispondrá de un plazo de 6 meses para subsanar los déficit producidos. Vencido este plazo sin que así haya ocurrido, podrá serle revocada su autorización de existencia por la Superintendencia, a menos que este organismo le autorice la reducción del capital social o el número de miembros.”. **b)** Sustitúyase el N° 5), por el siguiente: “5) Un corredor podrá ejercer su actividad en más de una bolsa, ya sea en calidad de accionista o celebrando un contrato para operar en ella. Ninguna persona natural o jurídica, en forma individual o conjuntamente con personas relacionadas, podrá poseer directa o indirectamente más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores. Las acciones de las bolsas de valores se podrán transar en el mismo centro bursátil emisor o en otros, lo que será regulado por la Superintendencia mediante norma de carácter general.”. **c)** Sustitúyase en el N° 6), la expresión “deberá adquirir la acción respectiva, lo que podrá hacer” por la siguiente frase“, en la cual se requiera adquirir una acción para operar, lo podrá hacer”. Asimismo, elimínase la última parte de este inciso desde la frase “En este caso, la acción deberá pagarse en dinero efectivo y de contado.”. **d)** Deróganse los números 8) y 11), pasando los actuales números 9), 10), 12), 13) y 14) a ser 8), 9) 10), 11) y 12), respectivamente. **5)** Agréguese al artículo 44, la siguiente letra h), nueva: “h) Normas que aseguren un tratamiento justo, equitativo y no discriminatorio para todos los corredores que operen en ellas.”. **6)** Modifícase el artículo 46, de la siguiente forma: **a)** Reemplácese en la letra d), la coma (,) y la conjunción “y” por un punto y coma (;). **b)** Sustitúyese en la letra e), el punto aparte (.) por una coma (,) y la conjunción “y”. **7)** Agréguese en el artículo 45, a continuación del primer inciso, el siguiente nuevo inciso:

“Con todo, una bolsa de valores podrá rechazar, con el acuerdo de a lo menos dos tercios de sus directores, a las personas que opten al cargo de corredor de dicha bolsa, en la medida que ellas, y sus socios cuando se trate de personas jurídicas, no cumplan o no puedan acreditar los requerimientos de solvencia, idoneidad, integridad, y demás exigencias que la respectiva bolsa establezca en sus estatutos o reglamentos. Los fundamentos del rechazo deberán constar en el acta respectiva.”. **8)** Reemplácese en el inciso tercero del artículo 58, la expresión: “los delitos señalados en los artículos 59 y 60 de”, por la frase “alguno de los delitos contemplados en”. **9)** Sustitúyase la letra j) del artículo 60, por la siguiente: “j) El que maliciosamente elimine, altere, modifique, oculte o destruya registros, documentos o antecedentes cualquiera sea su naturaleza que contengan información específica sobre operaciones, actos y contratos realizados por entidades sometidas a la fiscalización de la Superintendencia.”. **10)** Agrégase el siguiente artículo 63 bis: “Artículo 63 bis.- La calidad de intermediario se mirará siempre como una agravante respecto de su participación comprobada en cualquier acto penalmente punible de acuerdo con esta ley.”. **11)** Agréguese en el artículo 131, los siguientes incisos cuarto, quinto, sexto, séptimo y octavo, nuevos, pasando los actuales incisos cuarto, quinto y sexto a ser noveno, décimo y undécimo: “Las características de la emisión deberán constar en escritura pública, suscrita por quien al efecto designe especialmente el emisor. Si la emisión fuere por líneas, las características de cada colocación deberán también constar en escritura pública, suscrita en la forma antedicha. La Superintendencia, mediante norma de carácter general, regulará la forma y menciones de las escrituras, la que contendrá a lo menos, los requisitos de información señalados en las letras c), d), f), g) y h) precedentes y el compromiso irrevocable del emisor, de pagar y cumplir todas las obligaciones que consten en ellas. Mientras existan obligaciones pendientes, las declaraciones contenidas en la o las escrituras públicas, serán irrevocables sin el consentimiento de todos los acreedores. Las letras, pagarés u otros títulos de crédito que se emitan de acuerdo a este Título y que contengan las menciones que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general, tendrán por esta sola circunstancia, mérito ejecutivo en contra del emisor, sin que sea necesaria ninguna otra formalidad. Las garantías que se deban constituir en beneficio de los acreedores, serán aceptadas en su nombre y representación, por una entidad que pueda ser representante de tenedores de bonos, que será nombrada y deberá aceptar el cargo en la

escritura en que consten las características de la emisión, aplicándose lo dispuesto en el artículo 119. Esta entidad sólo podrá ser reemplazada, en caso de renuncia o imposibilidad para seguir desempeñando el cargo, mediante escritura pública suscrita entre el emisor y el nuevo representante." **12)** Sustitúyese en el artículo 153, el inciso primero, por el siguiente: "Artículo 153.- Estará exenta del impuesto establecido en el artículo 1.º, N°3, del decreto ley N°3.475, de 1980, sobre Impuesto de Timbres y Estampillas, la emisión de títulos de deuda hasta por un monto equivalente al valor del activo del patrimonio separado respectivo constituido por documentos, que en su emisión, otorgamiento o suscripción, se hubieren gravado con el impuesto señalado o se encontraren exentos de él." **13)** Efectuase las siguientes enmiendas en el artículo 166: **a)** Modifícase el inciso primero de la siguiente forma: **i)** Reemplázase la actual letra b), por la siguiente: "b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz, coligante o controlador, de la emisora de cuyos valores se trate, del inversionista institucional o de la persona jurídica, y los apoderados de la persona natural que, de conformidad a la letra e) de este inciso, haya generado la información, en su caso;". **ii)** Sustitúyese en la letra c), la coma (,) y la conjunción "y" por un punto y coma (;). **iii)** Sustitúyese en la letra d), el punto aparte (.) por una coma (,) y la conjunción "y". **iv)** Agrégase la siguiente letra e), nueva: "e) Las personas naturales o los directores, gerentes, administradores y liquidadores de una persona jurídica que haya generado información capaz de influir en la cotización de los valores de un emisor.". **b)** Modifícase el inciso tercero, de la siguiente manera: **i)** Reemplázase la letra c), por la siguiente: "c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor, del inversionista institucional o de la persona natural o jurídica que, de conformidad a la letra e) del inciso primero de este artículo, haya generado la información;". **ii)** Intercálese en la letra d), entre la palabra "emisor" y el punto y coma (;) que la precede la siguiente frase: "o a la persona natural o jurídica que, de conformidad a la letra e) del inciso 1º de este artículo, haya generado la información.". **iii)** Intercálese en la letra f) entre la expresión "letra a" y la palabra "del", la siguiente expresión: "y e)". **14)** Reemplácese en el inciso segundo del artículo 172, la expresión "un año" por "cuatro años". **15)** Agrégase al artículo 179, el siguiente inciso segundo, nuevo: "Los intermediarios de valores que mantengan en su custodia valores de terceros, deberán



solicitar la apertura de una cuenta destinada al depósito de dichos valores, en una empresa de depósito y custodia de valores, regulada por la ley 18.876. No obstante lo anterior, en el caso que los dueños de dichos valores así lo requieran, el intermediario deberá solicitar la apertura de cuentas individuales a nombre de aquellos." **16)** Intercálense en el artículo 187, los siguientes incisos segundo y tercero, nuevos, pasando los actuales incisos segundo y tercero, a ser cuarto y quinto respectivamente: "Tratándose de valores extranjeros que cumplan con los requisitos exigidos por la Superintendencia mediante norma de carácter general, la inscripción podrá ser solicitada, además, por un patrocinador de dichos valores. Podrán patrocinar la inscripción de valores extranjeros, aquellas sociedades que cumplan con los requisitos y condiciones de idoneidad que se determinen en la norma indicada en el inciso anterior." **17)** Reemplácese en el artículo 188, el actual inciso segundo, por el siguiente: "La información del emisor y de sus valores deberá proporcionarse a la Superintendencia y a las bolsas de valores, en el idioma del país de origen o en el del país en que se transen esos valores y en idioma español, acompañada de una declaración jurada, del emisor o patrocinante, que certifique que dicha información es copia fiel de la información proporcionada por el emisor en el extranjero. Sin embargo, tratándose de valores de los del inciso segundo de este artículo, la Superintendencia por norma de carácter general podrá establecer requisitos de información y de idioma diferentes." **18)** Agréguese en el inciso final del artículo 224, la siguiente frase, pasando el punto final (.) a ser seguido (.): "Sin embargo cuando dicha contratación consista en administración de cartera de recursos del fondo, los gastos derivados de estas contrataciones serán de cargo de la administradora." **19)** Reemplázase los incisos tercero y cuarto del artículo 231, por los siguientes: "La sociedad administradora del fondo deberá encargar el depósito de dichos instrumentos a una empresa de depósito de valores, regulada por la ley N° 18.876. No obstante la Superintendencia podrá autorizar en casos calificados, que un porcentaje de los instrumentos del fondo sea mantenido en depósito en una institución autorizada por ley. La Superintendencia establecerá, mediante norma de carácter general, la forma en que deberá llevarse la custodia y depósito, cuando se trate de valores extranjeros." **20)** Introdúzcase el siguiente Título XXVIII, a continuación del artículo 238: "TITULO XXVIII DE LA AGENCIA DE GARANTÍAS Artículo 239. - Para los efectos de este título, los términos indicados a continuación tendrán los siguientes significados: 1) "acreedor" o "beneficiario

final”, es el prestamista o inversionista que participa en un programa de financiamiento, ya sea otorgando originariamente el crédito o adquiriendo posteriormente una participación en la acreencia ya sea por cesión, sucesión o reemplazo a cualquier título; 2) “agente”, es un banco o institución financiera nacional o extranjera; 3) “contrato”, es el contrato de agencia de garantía que suscribirá el acreedor o beneficiario final y el agente con el objeto de regular las actividades del agente en relación con la garantía agenciada; 4) “garantía”, es todo tipo de caución real o personal, u otro tipo de convención destinado a permitir o asegurar el completo cumplimiento de las obligaciones del deudor en un programa de financiamiento a favor del o los beneficiarios finales respectivos. 5) “programa de financiamiento” es: a) todo crédito contratado con dos o más acreedores bajo un plan único o unificado de obligaciones y garantías; b) toda colocación de bonos o valores, en Chile o en el extranjero, representativos de participaciones en planes de crédito; y c) un plan de financiamiento conformado por uno o más créditos que se relacionen entre sí por un deudor común –o con las personas relacionadas de éste- y por encontrarse destinado a satisfacer los requerimientos de recursos de un proyecto de negocios específico. Artículo 240. - En todo programa de financiamiento, las garantías que se constituyan podrán otorgarse a favor de un agente, quien las aceptará a nombre propio pero por cuenta y en beneficio del o los acreedores existentes a la fecha del otorgamiento de la garantía respectiva como, asimismo por cuenta y en beneficio de aquellos beneficiarios finales que adquieran tal calidad con posterioridad. A dicho agente corresponderá igualmente aceptar las modificaciones o sustituciones de las garantías constituidas o consentir en su alzamiento de acuerdo con los términos y condiciones que puedan establecerse en el contrato de agencia de garantía. Si la caución consistiera en prenda, la entrega de la cosa empeñada, cuando se requiera para la constitución de la garantía, se hará al agente o a quien éste designe. Las citaciones y notificaciones que de acuerdo a la ley deben practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al efectuarse al agente. Artículo 241. - La designación y el reemplazo del agente se efectuará por escritura pública o privada debiendo en este último caso, ser autorizadas las firmas por un notario público y protocolizado. También podrá otorgarse por instrumento suscrito en el extranjero debiendo protocolizarse en Chile una copia del mismo. Artículo 242. - El reemplazo del Agente de Garantías y la cesión de sus derechos y obligaciones deberá hacerse al amparo de los

términos y condiciones establecidas en el contrato, y en su silencio, deberá ser acordado por los beneficiarios finales que representen a lo menos la mayoría absoluta del saldo adeudado bajo el programa de financiamiento. En todos los casos el reemplazo y la cesión de los derechos y obligaciones del agente deberá constar por escrito en un instrumento de similares características al de constitución de la agencia, individualizando al agente reemplazante y haciendo indicación de la fecha de término de funciones del agente saliente y de inicio del reemplazante. Podrá reemplazarse al agente aún sin su consentimiento, cuando así lo convengan beneficiarios finales que representen, a lo menos, dos tercios del saldo adeudado bajo el programa de financiamiento. En dicho acto no será necesario acompañar o citar documentos en que prueben la falta de voluntad del agente reemplazado, bastando tan sólo la declaración en tal sentido de los beneficiarios finales concurrentes. Artículo 243. - En las escrituras e inscripciones de hipotecas o prendas que se acojan a este sistema de agencia, no será necesario individualizar a los beneficiarios finales, bastando expresar el nombre del agente y la fecha y el nombre del notario público ante quien se otorgó la escritura pública o que protocolizó el instrumento, según sea el caso, mediante el cual se designó al agente. Se anotará, además, y al margen de la inscripción original, los reemplazos del agente, si fuere el caso.”

**ARTICULO 8°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones a la Ley N° 18.046, Ley de Sociedades Anónimas: **1)** Agrégase a continuación de la individualización de la Ley e inmediatamente antes del título “Título I”, lo siguiente: “**ARTÍCULO PRIMERO.-** Las sociedades anónimas pueden ser de tres clases: sociedades anónimas abiertas, sociedades anónimas cerradas o sociedades de responsabilidad limitada por acciones. Son sociedades anónimas abiertas: a) Aquellas que tienen 500 o más accionistas; b) Aquellas en las que, a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje; y c) Aquéllas que inscriban voluntariamente sus acciones, en el Registro de Valores que se menciona en la ley N° 18.045. Son sociedades de responsabilidad limitada por acciones, aquellas que se constituyan al amparo del Capítulo II de esta ley. Las sociedades anónimas cerradas son las no comprendidas en los incisos segundo y tercero anteriores. **ARTÍCULO SEGUNDO.-** Las sociedades anónimas abiertas y cerradas serán constituidas y regladas de acuerdo con las disposiciones contenidas en el

Capítulo I, siguiente. Cada vez que una disposición legal haga referencia a una “sociedad anónima” se entenderá hecha esta referencia a alguna de las sociedades anónimas constituidas bajo las disposiciones del Capítulo I de esta ley, según corresponda.

**ARTÍCULO TERCERO.-** Las sociedades de responsabilidad limitada por acciones se constituirán por las reglas que se establecen en el Capítulo II de esta ley. Todo lo que no esté expresamente regulado por los estatutos de este tipo de sociedades deberá ajustarse a las disposiciones del capítulo ya citado. Sin perjuicio de lo anterior, las disposiciones del Capítulo I serán aplicables a las sociedades de responsabilidad limitada por acciones en todo aquello que no les sea contradictorio con lo establecido en el Capítulo II de esta ley y a sus estatutos sociales.

**ARTÍCULO CUARTO.-** Las sociedades de responsabilidad limitada por acciones no podrán tener más de 50 accionistas y en caso de superar dicho límite y mantenerse esta situación por más de 180 días, la sociedad se transformará, por el sólo ministerio de la ley, en una sociedad anónima cerrada, siéndoles aplicables las disposiciones pertinentes del Capítulo I. Las sociedades de responsabilidad limitada por acciones no podrán acogerse a la fiscalización de la Superintendencia.

**CAPÍTULO I DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS Y CERRADAS.”. 2)** Reemplázase en el artículo 2º, inciso final, las palabras “de la presente ley”, por las palabras “del presente capítulo de esta ley”.

**3)** Efectúanse las siguientes modificaciones al artículo 16: **a)** Reemplázase en el inciso tercero, la palabra “Las”, por la expresión “En las sociedades anónimas cerradas, las”.

**b)** Agréguese el siguiente inciso cuarto, final: “En las sociedades anónimas abiertas, no tendrán derecho a voto ni se considerarán para los efectos de quórum y de las mayorías requeridas en las juntas, las acciones cuyo valor no se encuentre totalmente pagado. Estas acciones sólo tendrán derecho a participar en los beneficios sociales y en las devoluciones de capital, en proporción a la parte pagada.”.

**4)** Incorpórase a continuación del artículo 26, el siguiente artículo 26 bis, nuevo: “Artículo 26 bis.- La sociedad podrá emitir opciones de suscripción de acciones o warrants, para ser colocadas entre los accionistas o terceros, al precio que determine la junta extraordinaria de accionistas, siempre que exista un margen suscrito de uno o más aumentos de capital por la cantidad de acciones que sean necesario para cumplir la opción. Estas acciones se mantendrán vigentes mientras las opciones no se ejerzan o no venza su plazo. La junta deberá determinar el precio de ejercicio de la opción y su plazo, el que no podrá exceder de

veinte años. Las condiciones y características de la opción, deberán constar en el título.”. **5)** Modifíquese el artículo 44 de la siguiente forma: **a)** Reemplazase la expresión “;y” por “o” y agregase antes del punto aparte, la frase: “o el controlador de la sociedad o sus personas relacionadas, si el director ha resultado electo con los votos determinantes de aquél o aquellos.” **b)** Agrégase en el inciso tercero, después de la expresión “persona,” la siguiente frase: “ni estarán sometidos a lo dispuesto en este artículo.”. **6)** Agréguese, a continuación del artículo 44, el siguiente artículo 44 bis, nuevo: “Artículo 44 bis.- El controlador de la sociedad y las personas relacionadas de ésta y aquel, no podrán utilizar para sí las oportunidades comerciales de la sociedad sin que el directorio acuerde o declare su intención prescindir de tal oportunidad comercial en forma expresa. El acuerdo o declaración deberá ser fundamentada y basarse sobre opiniones expertas que permitan concluir que no existen alternativas comerciales o financieras como para que la sociedad pueda llevar adelante el negocio de manera rentable y oportuna, ya sea en forma individual o en asociación con terceros; y deberán ser dados a conocer en la próxima junta de accionistas por el que la presida. Asimismo, deberán mantener reserva, secreto o confidencialidad respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso y que no haya sido divulgada oficialmente por la sociedad, en virtud de un acuerdo de entrega de información bajo obligación de confidencialidad o por una orden judicial.”. **7)** Modifíquese el artículo 50 bis, del siguiente modo: **a)** Reemplázase en el numeral 3) del inciso tercero, la expresión “refieren el artículo 44 y 89” por “refiere el artículo 44”. **b)** Intercálense los siguientes numerales 4), 5) y 6), nuevos, pasando los actuales números 4) y 5) a ser 7) y 8) respectivamente: “4) Proponer al directorio, las condiciones y requisitos generales para llevar a efecto las operaciones a que se refiere el artículo 89. Esta proposición no será vinculante. 5) Informar anualmente, si las operaciones a que se refiere el artículo 89 se han ajustado a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado y a las condiciones y requisitos generales acordadas por el directorio. Este informe deberá ser puesto a disposición de los accionistas, en los términos establecidos en el artículo 54. 6) Evacuar un informe previo, respecto de las operaciones del artículo 89 que así lo requieran, habiendo tenido a la vista los informes de los evaluadores independientes.”. **8)** Introdúcese en el artículo 56, el siguiente numeral 4, nuevo, pasando el actual número 4, a ser número 5: “4) En las sociedades anónimas

abiertas, acordar la modificación o mantenimiento del plan de negocios de la sociedad y la individualización de los activos esenciales de la misma.” **9)** Elimínese en el artículo 59, en su inciso segundo, la frase “por correo”. **10)** Modifícase el artículo 64, de la siguiente forma: **a)** Intercálase el siguiente inciso segundo, nuevo, pasando el actual a ser inciso tercero: “Los estatutos o en su defecto la junta ordinaria o extraordinaria de accionistas podrán autorizar que, para los efectos de quórum de constitución y adopción de acuerdos, se considerarán los votos que, respecto a las materias a tratar, los accionistas hubieren remitido a la sociedad, en la forma y plazos que determine el Reglamento, siempre que dichos accionistas no concurren personalmente o debidamente representados a la respectiva junta.” **b)** Agrégase al final del actual inciso segundo, pasando el punto aparte (.) a ser punto seguido (.) la siguiente frase: “Asimismo, determinará la forma, plazos y condiciones para ejercer el derecho señalado en el inciso anterior.” **11)** Agréguese en el artículo 66, el siguiente inciso final, nuevo: “En toda votación en sociedades anónimas abiertas destinada a elegir directores, una vez efectuada la misma, el o los controladores de la sociedad deberán individualizar expresamente a aquellos directores que hubieren resultado elegidos con el apoyo decisivo del o los controladores. Se entenderá que un director ha recibido apoyo decisivo de uno o más controladores cuando, al sustraer de su votación los votos provenientes de aquellos o de sus personas relacionadas, no hubiese resultado electo. Para efectos de este artículo, los términos controlador y persona relacionadas tendrán el significado que se les asigna en la ley N° 18.045.” **12)** Agréguese en el número 9), del artículo 67, a continuación de la palabra “activo” la frase “individual o consolidado”. **13)** Agréguese en el número 11) del artículo 67, a continuación de la palabra “activo” la frase “individual o consolidado”. **14)** Modifícase el artículo 75, del siguiente modo: **a)** Reemplázase en el inciso primero, la expresión “enviar a” por “poner a disposición de”. **b)** Elimínase el inciso segundo. **c)** Reemplázase en el inciso final, la expresión “se enviarán a” por “se pondrán a disposición de”. **15)** Agrégase en el artículo 89, a continuación del inciso primero los siguientes incisos, pasando el actual inciso segundo a ser séptimo: “El directorio podrá acordar al inicio de cada ejercicio, los tipos de operaciones a realizar y las condiciones y requisitos generales a las que se sujetarán, especialmente aquellas que aseguren el cumplimiento de lo dispuesto en el inciso anterior. El directorio deberá aprobar previamente, todas aquellas operaciones que no se encuentren incluidas en el acuerdo

indicado en el inciso anterior, declarando expresamente, que ellas se ajustan a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. Si no fuere posible determinar que la operación se ajusta a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado, el directorio sólo podrá aprobar la operación, una vez que tenga a la vista los informes de a lo menos dos peritos evaluadores independientes y del comité de directores. Los acuerdos a que hacen referencia los incisos anteriores, serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas por el que la presida, debiendo hacerse mención a esta materia en su citación. Los informes quedarán a disposición de los accionistas para su examen, durante los 15 días anteriores a dicha junta. La infracción a este artículo, no afectará la validez de la operación, pero además de las sanciones administrativas en su caso y penales que correspondan, otorgará a la sociedad o a sus accionistas el derecho de resarcir los perjuicios ocasionados a aquélla. En tal caso, corresponderá al demandado probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado.”. **16)** Intercálase a continuación del artículo 137, el siguiente artículo 137 bis, nuevo: “Artículo 137 bis.- La Superintendencia determinará, mediante norma de carácter general, los medios alternativos a través de los cuales las sociedades fiscalizadas podrán enviar o poner a disposición de sus accionistas, los documentos, información y comunicaciones que establece esta Ley.”. **17)** Agrégase el siguiente artículo 11 transitorio, nuevo: “Artículo 11 transitorio.- La modificación contemplada en el artículo 7º, número tres de la presente ley, no regirá para aquellas acciones que se encuentren pendientes de emisión, suscripción o pago con anterioridad a la publicación de esta ley.”. **18)** Agrégase a continuación del artículo Noveno Transitorio, del título XVI de la Ley N° 18.046, lo siguiente: “CAPÍTULO II DE LA SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA POR ACCIONES TITULO I De la Sociedad y su Constitución Artículo 1º.- La sociedad de responsabilidad limitada por acciones, o simplemente, la “sociedad” para los efectos de este Capítulo II, es una persona jurídica creada por un acto de constitución validamente ejecutado por una o más personas de acuerdo con esta ley, cuyos derechos o intereses en el capital aportado por el o los accionistas, son representados por acciones y que se regulará, en todo lo que no sea contrario a esta ley, de acuerdo a las disposiciones de su estatuto social. Artículo 2º.- La sociedad tendrá un estatuto social en el cual se establecerán los términos y condiciones, derechos y obligaciones de los accionistas y de la administración

de la misma. Salvo las materias indicadas en el artículo 3° siguiente, en todo aquello en que los accionistas hubieren evitado disponer en forma expresa en el estatuto social, primará lo indicado en este Capítulo II. Con relación a las obligaciones de la sociedad, los accionistas sólo serán responsables por sus respectivos aportes en la sociedad. Artículo 3°.- La sociedad se forma, existe y prueba por un acto de constitución social que deberá constar por escritura pública, inscrita y publicada en los términos del Artículo 4° Capítulo I de esta ley. No obstante lo señalado precedentemente, la escritura pública a que se refiere el inciso anterior, podrá ser suplida por instrumento privado con tal que éste sea protocolizado en el registro de un notario público y conste en idioma español, sin perjuicio de aquellos términos que por su propia naturaleza o por costumbre, sean consignados en otros idiomas. El instrumento constitutivo de la sociedad debe expresar y regular, a lo menos, las siguientes materias de su estatuto: 1) El nombre de la sociedad; 2) El o los objetos específicos de la sociedad; 3) El monto al que asciende el capital de la sociedad; y 4) El número de acciones en que el capital es dividido y representado. Adicionalmente, deberán señalarse el nombre de la o las personas que administrarán la sociedad o los integrantes del órgano de administración designado provisoriamente, según sea el caso, y el nombre de uno o más reemplazantes en caso de renuncia o vacancia de aquel o aquellos; y el nombre las personas o entidades que deberán fiscalizar el primer ejercicio social. Artículo 4°.- Un extracto del instrumento de constitución social, autorizado por el notario respectivo, será publicado e inscrito en los términos del Artículo 4° Capítulo I. El extracto deberá expresar: 1) La fecha de otorgamiento y el nombre y domicilio del notario ante el cual se otorgó la escritura o se protocolizó el instrumento privado de constitución y que es consecuentemente extractado; 2) El nombre y domicilio del o los accionistas concurrentes al instrumento de constitución; 3) El nombre de la sociedad; 4) El o los objetos específicos de la sociedad; 5) El monto al que asciende el capital de la sociedad; 6) El número de acciones en que el capital es dividido y representado; 7) Indicación resumida de la organización, modalidades y facultades de la administración social; y 8) Si la sociedad no tuviere duración indefinida, se señalará la fecha o condición establecida para su término. Artículo 5°.- Las disposiciones de los estatutos sociales, sólo podrán ser modificadas por resolución de la junta de accionistas o por una declaración unilateral en el caso de una sociedad que tenga sólo un accionista. Tales resoluciones o declaraciones deberán ser reducidas a escritura pública o



protocolizadas en el registro de un notario público. Un extracto de tales resoluciones o declaraciones, haciendo indicación de la fecha de otorgamiento de la escritura pública o protocolización del instrumento privado, y de la junta de accionistas o declaración respectiva, y del nombre y domicilio del notario ante el cual se otorgó o protocolizó el instrumento de reducción, según corresponda, será inscrito y publicado en la misma forma establecida en el artículo 3º, precedente. Sólo será necesario hacer referencia al contenido de la reforma cuando se hayan modificado algunas de las materias señaladas en dicho artículo. Artículo 6º.- El nombre de la sociedad deberá señalar que se trata de una “sociedad de responsabilidad limitada por acciones o incluir la abreviatura “S.L.A.”. Artículo 7º.- La sociedad deberá tener un domicilio, pero si en el instrumento de constitución se hubiere omitido el domicilio social, se entenderá domiciliada en el lugar de otorgamiento o protocolización de aquélla, según correspondiere. TITULO II Del Capital Social y las Acciones Artículo 8º.- El capital de la sociedad deberá ser fijado de manera precisa en los estatutos y estará dividido en un número determinado de acciones nominativas de igual valor. Artículo 9º.- El capital social deberá quedar totalmente suscrito y pagado en el plazo que indiquen los estatutos y si éstos nada señalaren al respecto, el plazo de entero del capital inicial no podrá ser superior a cinco años contados desde la fecha de constitución de la sociedad. Si así no ocurriere, al vencimiento de plazo correspondiente, el capital social quedará reducido al monto efectivamente suscrito y pagado. Artículo 10.- A menos que los estatutos establezcan algo distinto, las contribuciones de capital deberán hacerse en dinero efectivo. Se considerará también como aporte en efectivo la capitalización de créditos de dinero adeudados por la misma sociedad. Los administradores y el gerente que aceptaren una forma de pago de acciones distintas de la establecida en el inciso anterior, o a la acordada en los estatutos, serán solidariamente responsables del valor de colocación de las acciones pagadas en otra forma. Los aportes no consistentes en dinero efectivo serán estimados en la forma que establezca la junta de accionistas o los estatutos. Si nada dijeren, se valorizarán en la forma que establezca la administración. A menos que la junta de accionistas lo exija expresamente, no será necesario que la ésta apruebe dichos aportes. Artículo 11.- Los estatutos sociales podrán establecer porcentajes o montos mínimos o máximos del capital social que podrá ser controlado por uno o más accionistas, o accionistas determinados en forma directa o

indirecta, pero si existieren tales disposiciones, los estatutos deberán contener disposiciones que regulen los efectos y establezcan las obligaciones o limitaciones que nazcan para los accionistas que quebranten dichos límites, según sea el caso, so pena de ser considerados nulas tales disposiciones. Artículo 12.- Los títulos de acciones serán firmados por el administrador de la sociedad o por quien presida el órgano de administración y por el gerente. Las sociedades podrán establecer sistemas para que la firma de uno de ellos quede estampada mediante procedimientos mecánicos que ofrezcan seguridad o determinar que las acciones de la sociedad sean emitidas sin la necesidad de imprimir láminas físicas de dichos títulos, en la medida que tales acciones sean debidamente depositadas en depósitos de valores autorizados al amparo de la LeyN° 18.876. Artículo 13.- A menos que los estatutos sociales estipulen algo diferente, las acciones cuyo valor no se encuentre totalmente pagado, no gozarán de derecho alguno. Artículo 14.- Las acciones pueden ser ordinarias o preferidas. Los estatutos sociales deberán establecer en forma precisa las cargas, obligaciones, privilegios o derechos especiales que afecten o de que gocen una o más series de acciones. Las preferencias no deberán necesariamente asociarse a una o más limitaciones en los derechos a que ordinariamente podrían gozar. Artículo 15.- Cada accionista dispondrá de un voto por cada acción que posea o represente. Sin embargo, los estatutos podrán contemplar series de acciones sin derecho a voto, con derecho a voto limitado o con derecho a dos o más votos por acción. Las acciones sin derecho a voto o las con derecho a voto limitado, en aquellas materias en que carezcan de derecho a voto, no se computarán para el cálculo de los quórum de sesión o de votación en las juntas de accionistas y aquellas que tengan derecho a dos o más votos, se contabilizarán de acuerdo a su capacidad de votación. Artículo 16.- A menos que los estatutos dispongan lo contrario, a la sociedad no le corresponde pronunciarse sobre la transferencia de las acciones y está obligada a inscribir sin más trámite los traspasos que se le presenten, a menos que éstos no se ajusten a las formalidades legalmente exigidas o a los estatutos sociales. Artículo 17.- A menos que los estatutos señalen algo distinto, la sociedad no podrá adquirir y poseer acciones de su propia emisión. Con todo, si se hubiere otorgado dicha facultad, las acciones de propia emisión que se encuentren bajo el dominio de la sociedad, no se computarán para la constitución del quórum en las asambleas de accionistas y no tendrán derecho a voto, dividendo o preferencia en la suscripción de aumentos de capital. Las acciones adquiridas

por la sociedad, deberán enajenarse dentro del plazo que establezcan sus estatutos y si estos nada señalaren al respecto, deberán enajenarse en el plazo máximo de cinco años a contar de su adquisición, bajo pena de quedar reducido el capital de pleno derecho. Las acciones adquiridas por la sociedad también podrán ser utilizadas por la administración para los usos indicados en el artículo 22 del capítulo II de esta ley. Artículo 18.- Los aumentos de capital serán acordados por la junta de accionistas, sin perjuicio que los estatutos podrán facultar en forma general o limitada, temporal o permanentemente a la administración para aumentar el capital con el objeto de financiar la gestión general de la sociedad o para fines específicos. Con todo, los aumentos de capital deberán quedar totalmente suscritos y pagados en el plazo que establezca el acuerdo de junta de accionistas o de la administración, según sea el caso, y si éstos nada indicaren al respecto, el plazo de entero del aumento de capital respectivo será de cinco años contado desde la fecha del acuerdo de junta de accionistas o administración, según corresponda. Vencido el plazo respectivo, sin que se haya enterado el aumento de capital, éste quedará reducido a la cantidad efectivamente pagada. Artículo 19.- La sociedad podrá emitir acciones de pago que se ofrecerán al precio que determine libremente la junta de accionistas. Artículo 20.- Los estatutos sociales podrán establecer el derecho de los accionistas para que las opciones para suscribir acciones de aumento de capital de la sociedad y de valores convertibles en acciones de la sociedad emisora, o de cualesquiera otros valores que confieran derechos futuros sobre estas acciones, incluyendo las acciones liberadas emitidas por la sociedad, deban ser ofrecidas, a lo menos por una vez, preferentemente a los accionistas a prorrata de las acciones que posean. En el silencio de los estatutos, los accionistas no tendrán tal derecho a menos que la junta de accionistas lo establezca expresamente para una emisión de acciones específica. En caso de tener los accionistas tal derecho, si todos o algunos de ellos no ejercieren su derecho de suscribir preferentemente las acciones emitidas, en todo o parte, las acciones no suscritas serán destinadas para los fines que sean establecidos por la junta de accionistas o la administración, según sea el caso y si estos nada hubieren señalado, el capital social será reducido de pleno derecho al monto efectivamente pagado y las acciones emitidas para tales efectos se tendrán por no emitidas para todos los efectos legales. No obstante lo dispuesto en el inciso precedente, mientras estuviere pendiente una emisión de bonos convertibles en acciones, deberá permanecer vigente un margen no

suscrito del aumento de capital por la cantidad de acciones que sea necesaria para cumplir con la opción, cuando ésta sea exigible conforme a las condiciones de la emisión de los bonos respectivos. Artículo 21.- La sociedad también podrá emitir acciones de pago o fijar su precio de suscripción por resolución de la administración en el caso que ésta esté facultada para ello en los estatutos sociales o en virtud de un acuerdo de la junta de accionistas el que será tomado por simple mayoría, a menos que los estatutos establezcan una mayoría calificada, caso en el cual los accionistas disidentes tendrán derecho de retiro de acuerdo al artículo 30 de este Capítulo II. En caso de requerirse la modificación de los estatutos de la sociedad para facultar a la administración para emitir acciones de pago o para fijar su precio de suscripción, o para modificar la norma estatutaria que exija una mayoría calificada de la junta de accionistas para otorgar cualquiera de tales facultades, el acuerdo de la junta de accionistas que resuelva tal modificación de estatutos deberá ser tomado por simple mayoría, a menos que los mismos estatutos establezcan una mayoría calificada, caso en el cual los accionistas disidentes tendrán derecho de retiro de acuerdo al capítulo II de esta ley. La facultad de la administración para emitir acciones de pago o para fijar su precio de suscripción, podrá referirse a una o más emisiones como asimismo podrá establecer límites de monto de suscripción, plazos de colocación y entero, usos de los fondos obtenidos de la colocación, o destinatarios de la colocación. También, podrán establecerse límites de dilución de los accionistas existentes a la fecha de la emisión respectiva o montos máximos de capitalización. Artículo 22.- Las acciones emitidas producto del ejercicio de la facultad de la administración podrán ser destinadas a las siguientes operaciones: 1) Para ser colocadas entre uno o más accionistas o entre terceros a cambio de dinero o divisas; 2) Para pagar obligaciones monetarias de la sociedad o sus filiales las que podrán incluir obligaciones salariales u otras obligaciones emanadas de contratos de trabajo o de servicios de gestión y/o asesoría celebrados por la sociedad y/o sus filiales; 3) Para cumplir con planes generales de compensación salarial, opciones de compra o suscripción de acciones establecidos a favor de trabajadores de la sociedad y/o de sus filiales; 4) Para cumplir con las obligaciones emanadas de valores de su propia emisión o emitidos por sus filiales con la autorización de la administración de la sociedad, y que den derecho a suscribir o adquirir acciones de su propia emisión; y 5) Para ser permutadas por acciones o derechos sociales de otras sociedades. Artículo 23.- Sin perjuicio de lo

establecido en los artículos 18, 20 y 30 de este Capítulo II, el capital social sólo podrá ser reducido por acuerdo de la junta de accionistas que modifique consecuentemente los estatutos de la sociedad. En tal caso, todo acuerdo de reducción de capital deberá ser adoptado por la mayoría establecida en los estatutos, y en el silencio de estos será considerada una materia que requerirá el voto conforme de la unanimidad de los accionistas. No podrá procederse al reparto o devolución de capital o a la adquisición de acciones con que dicha disminución pretenda llevarse a efecto, sino transcurridos 15 días desde la fecha de publicación en el Diario Oficial del extracto de la respectiva modificación estatutaria. Adicionalmente, dentro de los 10 días siguientes a la publicación precedentemente referida, deberá publicarse un aviso destacado en un diario de circulación nacional, en el que se informe al público del hecho de la disminución de capital y de su monto.

**TITULO III De la Administración Artículo 24.-** A menos que los estatutos sociales establezcan algo distinto, la administración de la sociedad tendrá la forma y será regulada supletoriamente en todo lo que no sea contrario a esta ley, por las reglas del Título IV del Capítulo I de esta misma ley, en lo que sea aplicable a las sociedades anónimas cerradas. En tal caso, el número de miembros que integrará el directorio será de tres directores titulares no remunerados y sin suplentes que durarán un año en su cargo con derecho a reelección sucesivamente. Cada vez que esta ley haga referencia a la “administración” o “administrador” se entenderá que incluye cualquier forma colectiva o plural de administración y a los miembros de dichos órganos, como por ejemplo, y sin que sea limitado a, un directorio integrado por miembros o directores.

**TITULO IV De la Fiscalización de la Administración Artículo 25.-** Los estatutos sociales establecerán la forma en que la administración será fiscalizada. Si estos nada dijeren, la junta de accionistas deberá nombrar anualmente un auditor externo independiente con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros, debiendo informar por escrito a la próxima junta ordinaria sobre el cumplimiento de su mandato y a este auditor externo independiente les serán aplicables las disposiciones del título IV del Decreto Supremo N° 587 de 1982, en todo lo que les sea aplicable en relación con los auditores externos ahí señalados.

**TITULO V De las Juntas de Accionistas Artículo 26.-** Los accionistas se reunirán en juntas ordinarias o extraordinarias. **Artículo 27.-** Las juntas de accionistas serán presididas por el administrador o por el presidente del órgano de

administración, si este fuere colegiado, y a falta del anterior, por el que haga sus veces y actuará como secretario el titular de este cargo, cuando lo hubiere, o el gerente general en su defecto. Artículo 28.- Sin perjuicio de lo que puedan establecer los estatutos, requerirán del voto conforme de, a lo menos, el 67% del total de las acciones emitidas con derecho a voto en las materias correspondientes, los acuerdos relativos a las siguientes materias: 1) Las materias señaladas en los números 1,2,3,4,5 y 6 del inciso cuarto del artículo 69 del capítulo I de esta Ley; 2) La modificación del plazo de duración de la sociedad cuando lo hubiere o su disolución anticipada; 3) La disminución del capital social; 4) La modificación de las facultades reservadas a la junta de accionistas; 5) El cambio de sistema de administración, número de integrantes del órgano de administración o modificación de las atribuciones, limitaciones o requisitos establecidos respecto de la administración; 6) La forma de distribuir los beneficios sociales; 7) La creación, modificación o supresión de preferencias establecidas respecto de una serie específica de acciones; y 8) Las demás que señalen los estatutos. Artículo 29.- A menos que los estatutos establezcan algo en contrario, las juntas de accionistas deberán celebrarse en el lugar de domicilio social. Con todo, si los estatutos autorizasen a celebrar una junta de accionistas fuera del lugar del domicilio social, la administración será responsable de arbitrar los medios para que todo accionista que no pueda ser representado, ejerza sus derechos en junta directamente o por medios de telecomunicación que den razonables garantías de fidelidad y simultaneidad. TÍTULO VI Del Derecho de retiro Artículo 30.- El accionista disidente tendrá derecho a retirarse de la sociedad, previo pago por aquella del valor de sus acciones. Es accionista disidente aquel que en la respectiva junta se hubiere opuesto al acuerdo que da derecho a retiro, o que, no habiendo concurrido a la junta, manifieste su disidencia por escrito a la sociedad, dentro del plazo 15 días hábiles contado desde la celebración de la junta correspondiente. Sin perjuicio de los demás casos que establezcan la ley o sus estatutos, sólo las materias indicadas en los numerales 1), 4), 5) y 6) del artículo 28 del Capítulo II de esta ley, darán origen al derecho a retiro. También gozarán de este derecho, los accionistas afectadas por resoluciones que impliquen La creación, modificación o supresión de preferencias establecidas respecto de una serie específica de acciones. Artículo 31.- A menos que los estatutos establezcan algo distinto, el precio a pagar por la sociedad al accionista disidente que haga uso del derecho a retiro será el valor de libros de la acción. TÍTULO VII De la distribución de las utilidades

Artículo 32.- En caso que la sociedad deba pagar periódica y obligatoriamente un dividendo por un monto determinado o determinable, a las acciones de una serie determinada, estos se pagarán con preferencia a los dividendos a que pudieren tener derecho las demás acciones y si las utilidades correspondientes no fueren suficientes para cubrir el dividendo fijo obligatorio, se procederá de alguna de las formas siguientes: 1) El saldo insoluto se anotará en una cuenta especial de patrimonio creada al efecto y que acumulará los dividendos adeudados y por pagar. La sociedad no podrá pagar dividendos a las demás acciones que no gocen de la preferencia de dividendo fijo obligatorio, hasta que la cuenta de dividendos por pagar no haya sido completamente saldada. En caso de disolución de la sociedad, la cancelación de la cuenta de dividendos por pagar tendrá preferencia a las distribuciones que deban hacerse al efecto; y 2) Capitalizar las sumas que se le adeuden por acciones ordinarias de la sociedad o acciones de la clase que establezcan los estatutos. Artículo 33.- En caso que la sociedad deba pagar dividendos provenientes de las utilidades de unidades de negocios o activos específicos de ésta, la sociedad deberá llevar contabilidad separada respecto de dichas unidades de negocios o activos específicos y las utilidades sobre las que se pagarán dividendos serán calculadas exclusivamente sobre la base de esta contabilidad sin importar los resultados generales de la sociedad. Por su parte, la sociedad no computará las cuentas separadas para al cálculo de sus utilidades, en relación con el pago de dividendos. Las utilidades provenientes de las unidades de negocios o activos separados que no sean distribuidos como dividendos se integrarán a los resultados generales del ejercicio correspondiente. Para todos los demás efectos, especialmente los crediticios y tributarios, los resultados de la sociedad se mirarán siempre como un solo todo sin divisiones ni limitaciones que les puedan ser oponibles. TITULO VIII De la disolución y la liquidación de la sociedad Artículo 34.- Sin perjuicio de las demás causales de disolución consignadas en el Capítulo I de esta ley, y a menos que los estatutos establezcan lo contrario, la sociedad no se disuelve por reunirse en una misma persona la totalidad de las acciones emitidas por la sociedad. Artículo 35.- En todo evento de disolución o terminación de la sociedad, ésta será liquidada por un liquidador elegido por la junta de accionistas, la cual fijará, además, el monto de su remuneración y la forma de pago. El liquidador no podrá entrar en funciones, sino una vez que estén cumplidas todas las solemnidades que la ley señala para la disolución de la sociedad. En lo demás, serán aplicables al liquidador y a

la sociedad, las demás reglas de liquidación establecidas en el Capítulo I de esta ley.

**TITULO IX Del arbitraje** Artículo 36.- Los estatutos sociales determinarán si las diferencias que ocurran entre los accionistas en su calidad de tales, entre éstos y la sociedad o sus administradores o liquidadores, como tales y según sea el caso, y entre la sociedad y sus administradores o liquidadores, como tales y según sea el caso, serán resueltas por medio de un arbitraje forzoso o por los tribunales de justicia, pero no podrá dejarse la elección de uno u otro, a elección del demandante. Artículo 37.- En caso de establecerse que dichas disputas serán conocidas y resueltas por arbitraje forzoso, los estatutos deberán indicar lo siguiente: 1) El número de integrantes del tribunal arbitral. En el silencio de los estatutos, las disputas sociales serán conocidas y resueltas por solo árbitro; 2) La forma en que se nominará al árbitro o árbitros que integrarán el tribunal arbitral. En caso que los estatutos designen a una o más personas determinadas como árbitros, deberá indicarse, además, la forma de designar un reemplazante en caso de faltar él o cualquiera de las personas individualizadas. En el silencio de los estatutos, el o los árbitros serán designados por el tribunal de turno; y 3) El tipo de arbitraje y/o las reglas especiales de procedimiento a las que el arbitraje y el tribunal deberán ajustarse, o las facultades del tribunal arbitral para establecer reglas especiales de procedimiento. En el silencio de los estatutos, tanto las normas de procedimiento como el fondo de lo debatido se ajustará estrictamente a las normas de derecho y el procedimiento será sumario.”

**ARTICULO 9º.-** Introdúcense las siguientes modificaciones a la Ley N° 18.815, sobre Fondos de Inversión: **1)** Agrégase el siguiente artículo 3 C, nuevo: "Artículo 3 C.- La responsabilidad por la función de administración es indelegable, sin perjuicio que las administradoras puedan conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro. Cuando se trate de la contratación de servicios externos, en el contrato de administración, deberá constar la facultad de la administradora para llevar a cabo dichos contratos. Asimismo, deberá señalarse en el reglamento interno, si los gastos derivados de las contrataciones serán de cargo de la administradora o del fondo de que se trate y, en este último caso, la forma y política de distribución de tales gastos. Sin embargo cuando dicha contratación consista en administración de cartera de recursos del fondo, los gastos derivados de estas contrataciones serán de cargo de la administradora.". **2)**



Modifícase el artículo 4º, de la siguiente manera: **a)** Agréguese el siguiente párrafo segundo a la letra c), del inciso tercero: “Respecto de la política de liquidez, se deberá señalar a lo menos el porcentaje mínimo del activo del fondo que se mantendrá invertido en activos líquidos, indicando cuáles serán éstos y razones financieras de liquidez.”. **b)** Sustitúyase la letra d) del inciso tercero por la siguiente: “d) Política de reparto de beneficios, debiendo señalarse, a lo menos, el porcentaje mínimo de los beneficios netos percibidos durante el ejercicio que se distribuirá anualmente como dividendo. De no contemplarse un porcentaje mínimo, también deberá señalarse expresamente.”. **c)** Sustitúyase la letra j), del inciso tercero por la siguiente: “j) Política de endeudamiento, que señalará, a lo menos los tipos y las fuentes de las obligaciones que podrá contraer el fondo, los plazos asociados a éstas y los límites de pasivo exigible y pasivo de mediano y largo plazo, respecto del patrimonio del fondo. Asimismo, deberá señalar el límite de gravámenes y prohibiciones que afecten los activos del fondo, respecto del activo total del mismo.”. **d)** Reemplácese en la letra n), la expresión final “, y” por un punto y coma (;), y en la letra ñ), el punto aparte por la expresión ”, y” **e)** Incorpórase la siguiente nueva letra o), nueva, al inciso tercero: “o) Materias que otorguen derecho a retiro, así como la forma en que se valorarán las cuotas a restituir a los aportantes disidentes.”. **3)** Sustitúyese en el artículo 8º, el inciso primero, por los siguientes incisos primero y segundo, nuevos, pasando el actual inciso segundo, a ser inciso final: “Artículo 8º.- La política de diversificación de las inversiones del fondo deberá quedar establecida en el reglamento interno y contendrá, a lo menos, según corresponda, límites de inversión respecto del activo total del fondo, en función de cada emisor, grupo empresarial y sus personas relacionadas y bienes raíces, conjunto o complejos inmobiliarios, estos últimos, según lo defina la Superintendencia, sin perjuicio de cualquier otro límite que se establezca mediante instrucciones de general aplicación. Asimismo, los fondos que contemplen dentro de su política de inversiones la posibilidad de invertir en mutuos hipotecarios o carteras de crédito o de cobranzas, deberán señalar en su reglamento interno, según corresponda, el límite de inversión, respecto del activo total del fondo, en mutuos hipotecarios otorgados a un mismo deudor y sus personas relacionadas y en títulos de crédito de un mismo deudor y sus personas relacionadas que formen parte de una cartera de créditos o de cobranza.”. **4)** Modifícase el artículo 13, del siguiente modo: **a)** Sustitúyase el inciso tercero, por el siguiente: “En todo caso, los

gravámenes y prohibiciones que afecten los activos del fondo, así como los pasivos que mantenga el fondo, no podrán exceder los límites que se establezcan en su reglamento interno.”. **b)** Elimínase el inciso cuarto. **5)** Elimínese en el artículo 14, en su inciso segundo, la siguiente expresión: “si así ocurriera, por el exceso no tendrán derecho a voto en la asamblea y, además”. **6)** Reemplácese en el artículo 17, en sus incisos tercero y sexto, la palabra “tres” por “seis”. **7)** Reemplázase el inciso primero del artículo 30, por el siguiente: “Artículo 30.- Las operaciones del fondo serán efectuadas por la sociedad administradora, a nombre de aquel, quien será titular de los instrumentos representativos de las inversiones realizadas y de los bienes adquiridos, los que se registrarán y contabilizarán en forma separada de las operaciones realizadas por la sociedad administradora con sus recursos propios. La sociedad administradora del fondo, deberá encargarse del depósito de dichos instrumentos a una empresa de depósito de valores, regulada por la ley N° 18.876. No obstante, la Superintendencia podrá autorizar en casos calificados que un porcentaje de los instrumentos del fondo sea mantenido en depósito en una institución autorizada por ley. En el caso de los valores extranjeros, la Superintendencia establecerá, mediante norma de carácter general la forma en que deberá llevarse la custodia y depósito.”. **8)** Reemplácese en el Artículo 31, el inciso primero por el siguiente: “Artículo 31.- Los fondos distribuirán anualmente como dividendos, el monto de los beneficios netos percibidos durante el ejercicio, de acuerdo a la política establecida en sus respectivos reglamentos internos.”. **9)** Agrégase los siguientes literales al artículo 43°, suprimiendo la expresión “y”, y sustituyendo la coma por un punto y coma (;) del literal b) y sustituyendo el punto final de la letra c) por un punto y coma (;): “d) Composición e identidad de sus accionistas, y e) Inversión de los recursos del Fondo.”. **10)** Agrégase el siguiente artículo 43° bis, nuevo: “Artículo 43 bis.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 41°, los fondos a que se refiere este título, que sean administrados por sociedades que posean directa o indirectamente más del 10% del capital de éstos, o cuando los accionistas de las sociedades administradoras de estos fondos se encuentren relacionados en los términos del artículo 100° de la Ley N°18.045, con los partícipes y la participación sea igual o superior al porcentaje señalado sumada la participación de los relacionados, se considerarán sociedades anónimas para los efectos de la Ley sobre Impuesto a la Renta, respecto de los beneficios y utilidades que obtengan a contar del 1° de enero del año siguiente a aquel en que ocurra alguno de los

hechos señalados en este artículo, y en consecuencia, tributarán en la misma forma y oportunidad que establece dicha ley respecto de esas sociedades.”.

**ARTICULO 10°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones en el Decreto Ley N° 3.538, de 1980, sobre Superintendencia de Valores y Seguros: **1)** Modifícase el artículo 4°, de la siguiente forma: **a)** Reemplázase el inciso primero y segundo, de la letra d), por los siguientes: “d) Examinar por los medios que estime convenientes, todas las operaciones, bienes, libros, registros, cuentas, archivos, documentos, correspondencia, registros de correspondencia y de comunicaciones, de cualquier tipo o medio que sean, de los sujetos o actividades fiscalizadas, sus controladores y personas relacionadas. Asimismo, podrá requerir de ellos o de sus administradores, gerentes, ejecutivos principales, personal, asesores o cualquier otra persona que hubiera tenido participación en sus negocios, tanto los antecedentes ya indicados, como las explicaciones que se juzguen necesarias para su información. Podrá requerir directamente de las empresas de telecomunicaciones y comunicaciones de cualquier tipo, los registros de correspondencia, llamados o cualquier otro tipo de contactos de las personas o entidades señaladas en el inciso primero.”. **b)** Reemplácese en el inciso primero, de la letra h), la frase “celebrado con ellas” por “celebrado con o respecto de ellas”. **c)** Incorpórense en letra h), los siguientes incisos 3° y 4°, nuevos: “Las declaraciones que se presten ante funcionarios de la Superintendencia que consten por escrito o por cualquier medio que otorgue garantía de su integridad, y que fueren prestadas por las personas que en los mismos conste, serán apreciadas por los tribunales conforme a las reglas de la sana crítica y se les podrá otorgar el carácter de plena prueba sobre los hechos de que versen. Los medios en que se podrá dejar constancia de una declaración serán determinados por la Superintendencia mediante norma de carácter general. En todo caso, éstos deberán asegurar su integridad, fidelidad y durabilidad.”. **d)** Intercálase al final de la letra ñ, entre la palabra “cotejo” y el punto y coma (;) con que termina, la siguiente frase, antecedida por un punto seguido (.): “Se considerará también documento original, aquel que se recibiere en la Superintendencia, por los medios tecnológicos que ésta haya establecido para tal efecto”. **e)** Intercálase la siguiente letra u), nueva, pasando la actual a ser letra v): “u) Ordenar a los intermediarios de valores, administradoras de fondos fiscalizados y a las compañías de seguros del segundo grupo, mediante resolución fundada, cuando la situación financiera de éstas o sus personas

relacionadas lo amerite, se abstengan de realizar determinadas transacciones con o a través de sus personas relacionadas. La orden podrá tener una duración de hasta tres meses, y renovarse por una vez por el mismo lapso." **2)** Introdúcese en el artículo 46, las siguientes modificaciones a su inciso cuarto: **a)** Reemplázase la frase "a menos que se refiera a los casos establecidos en los artículos 15, 36, 51 y 87 de la ley N° 18.045 de Mercado de Valores" por la siguiente: "a menos que se refiera a los casos de cancelación establecidos en los artículos 15, 36, 51 y 87 de la ley N° 18.045 de Mercado de Valores". **b)** Suprímase entre el punto y coma (;) después de la palabra "Valores;" y la expresión "en el inciso tercero" la frase "en los números 3,4 ó 5 del artículo 44, del Decreto con Fuerza de Ley N° 251, de 1931, Ley de Seguros". **c)** Reemplázase la frase "o, en el inciso final de la letra e) del artículo 4° y en los números 3 de los artículos 27 y 28" por "o, en el inciso final de la letra e) del artículo 4°, número 3 del artículo 27 y letra b)del número 3 del artículo 28".

**ARTICULO 11°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones a la Ley N° 18.876, sobre Deposito y Custodia de Valores: **1)** Agréguese en el artículo 1°, en su inciso primero, a continuación del punto aparte (.) que pasa a ser seguido el siguiente párrafo: "Asimismo, las empresas de depósito podrán realizar las actividades complementarias que determine la Superintendencia de acuerdo a norma de carácter general." **2)** Modifícase el artículo 3°, de la siguiente forma: **a)** Reemplácese en el inciso primero, la palabra "depositante" por la expresión "depositante o su mandante, si fuera el caso". **b)** Agrégase el siguiente inciso tercero: "No obstante lo anterior, cuando los valores que se entreguen en depósito, sean acciones de sociedades anónimas o cuotas de fondos de inversión, cuyos respectivos registros de accionistas o aportantes sean administrados por la empresa o por una filial de ésta constituida de acuerdo con el artículo 23 de esta Ley, tal entrega se podrá hacer mediante una instrucción dada a la empresa por el depositante o su mandante a través de medios escritos o electrónicos, que señale el reglamento interno, y ejecutada por la empresa o su filial, mediante anotaciones simultáneas, tanto en la cuenta individual del depositante o su mandante, si fuera el caso, como en el registro del emisor respectivo." **3)** Modifícase el artículo 6°, de la siguiente manera: **a)** Reemplázase el inciso primero, por el siguiente: "La empresa cumplirá su obligación de restitución entregando valores homogéneos, al depositante o a quien éste le indique por medios escritos o electrónicos, que señale el reglamento interno. La restitución se hará mediante las formalidades propias de la

transferencia del dominio, según sea la naturaleza del valor que se restituya.” **b)** Agrégase un inciso segundo, nuevo, pasando el actual inciso segundo, a ser inciso tercero: “No obstante lo anterior, cuando los valores que se entreguen sean acciones de sociedades anónimas o cuotas de fondos de inversión, cuyos respectivos registros de accionistas o aportantes sean administrados por la empresa o por una filial de ésta constituida de acuerdo con el artículo 23 de esta Ley, bastará para efectuar la restitución con las anotaciones simultáneas que haga la empresa o su filial, tanto en la cuenta individual del depositante o su mandante, si fuera el caso, como en el registro del emisor respectivo.” **4)** Intercálese en el artículo 11, el siguiente inciso segundo, nuevo, pasando los actuales incisos segundo y tercero, a ser tercero y cuarto respectivamente: “En las emisiones de bonos, letras, pagarés y cualquier otro título de crédito, que se efectúen en conformidad a lo dispuesto en el inciso anterior, los títulos no requerirán ninguna de las menciones, formalidades, requisitos o firmas, que serían necesarios de acuerdo a la ley o a su naturaleza, de haber sido confeccionado materialmente, bastando su sola anotación en cuenta.” **5)** Agréguese en el artículo 14, el siguiente inciso final, nuevo: “Sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, en el caso de prendas u otros derechos reales sobre valores en depósito, que se constituyan por un depositante de la empresa a favor de otro, se entenderá notificada la empresa con las comunicaciones electrónicas simultáneas entre las partes y aquella.” **6)** Agréguese en el artículo 14 bis, el siguiente inciso final, nuevo: “Los certificados antes referidos, podrán ser solicitados y emitidos a nombre de quienes, sin ser depositantes, hayan efectuado el pago por cuenta del emisor, estando obligados a ello.” **7)** Agréguese en el Artículo 20, la siguiente letra h), nueva: “h) Proporcionar un estudio tarifario, el cual será de conocimiento público, respaldando la estructura de remuneraciones a ser aplicadas por los servicios prestados. El estudio se debe fundamentar en la estructura de ingresos y costos relevantes proyectados por la empresa para su normal funcionamiento. Para ello, se deberá tener en consideración los principios de equilibrio financiero de la empresa y de equidad entre los usuarios. Los contenidos mínimos para la elaboración del estudio serán establecidos por la Superintendencia a través de una norma de carácter general. Con todo, el referido estudio deberá ser actualizado a lo menos cada dos años o con ocasión de ajustes a las tarifas de la empresa. Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia podrá requerir en cualquier oportunidad una actualización del referido estudio.” **8)** Agréguese en el

artículo 25, después de la expresión “realice;” la siguiente frase: “tratándose de mandantes a los que se refiere el artículo 179 de la ley 18.045, la empresa estará obligada a poner a disposición de éstos un listado de todas las operaciones realizadas con los valores depositados, al menos en forma trimestral y de acuerdo a las normas que determine la Superintendencia mediante norma de carácter general.”. **9)** Insértese en el artículo 26, el siguiente inciso segundo, nuevo: “La misma obligación de comunicación a que se refiere el inciso precedente, se aplicará respecto de las operaciones con cuotas de fondos de inversión u otros que determine la Superintendencia, debiendo en este caso las administradoras de estos fondos conformar y mantener un listado de los depositantes de las cuotas registradas a nombre de la empresa, conforme a lo que la Superintendencia determine mediante norma de general aplicación.”

**ARTICULO 12°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones al Decreto Ley N° 1.328, sobre Fondos Mutuos: **1)** Modifícase el artículo 9, de la siguiente manera: **a)** Reemplázase el inciso primero por el siguiente: “Artículo 9°.- Las operaciones del fondo serán efectuadas por la sociedad administradora, a nombre de aquel, quien será titular de los instrumentos representativos de las inversiones realizadas. La sociedad administradora del fondo deberá encargar el depósito de dichos instrumentos a una empresa de depósito de valores, regulada por la ley N° 18.876. No obstante la Superintendencia podrá autorizar en casos calificados que un porcentaje de los instrumentos del fondo sea mantenido en depósito en una institución autorizada por ley. En el caso de los valores extranjeros, la Superintendencia establecerá, mediante norma de carácter general la forma en que deberá llevarse la custodia y depósito.”. **b)** Agrégase los siguientes incisos tercero y cuarto, nuevos: “La responsabilidad por la función de administración es indelegable, sin perjuicio de que las administradoras puedan conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro. Cuando se trate de la contratación de servicios externos, en el reglamento interno, deberá constar la facultad de la administradora para llevar a cabo dichos contratos. Asimismo, deberá señalarse en el reglamento interno si los gastos derivados de las contrataciones serán de cargo de la administradora o del fondo y, en este último caso, la forma y política de distribución de tales gastos. Sin embargo cuando dicha contratación consista en administración de cartera de recursos del fondo, los gastos

derivados de estas contrataciones serán de cargo de la administradora.”. **2)** Agrégase el siguiente artículo 9 bis, nuevo: “Artículo 9 bis.- Las administradoras, para los efectos de mantener dinero efectivo en bancos, perteneciente al o los fondos que administren, podrán abrir a nombre de uno o más fondos, una o más cuentas corrientes bancarias. Los dineros que, en conformidad a este artículo, las administradoras mantengan a nombre del o los fondos que administren serán inembargables para todos los efectos legales.”. **3)** Modifícase el artículo 13 del siguiente modo: **a)** Agréguese en el número 4, en su primer inciso, a continuación del punto aparte que se elimina, la siguiente frase: “de Chile o por un Estado extranjero, en cuanto la clasificación de riesgo de la deuda soberana de este último sea equivalente o superior a la determinada para el primero.”. **b)** Intercálese en el número 5, en su inciso segundo, después de la palabra “deuda” la expresión “emitidos o” **c)** Intercálese en el número 6, en la primera oración, a continuación de la palabra “Estado”, la siguiente frase: “de Chile o por un Estado extranjero, en cuanto la clasificación de riesgo de la deuda soberana de este último sea equivalente o superior a la determinada para el primero.”, y en la segunda oración, después de la palabra “cuotas”, la siguiente frase: “de un fondo mutuo, de un fondo de inversión constituido en Chile.”. **d)** Agréguese en el número 8, en su inciso segundo, a continuación del punto aparte que pasa a ser coma (,) la siguiente frase: “salvo que la Superintendencia, mediante norma de carácter general, establezca un procedimiento diferente teniendo en consideración el número de clasificaciones y otros criterios que ésta determine.”. **4)** Agréguese en el artículo 13 A, los siguientes incisos tercero y cuarto, nuevos: “Tratándose de un fondo mutuo cuyo reglamento interno establezca una política de inversión que contemple que las inversiones del fondo tendrán una composición idéntica a la que tenga un determinado índice de medición de fluctuaciones de precio de valores de renta fija o variable, nacional o internacional, no le serán aplicables los límites que contemplan los numerales 6 y 7 del artículo 13. En todo caso, la Superintendencia determinará, mediante norma de carácter general, las características que deben cumplir los índices, los porcentajes máximos de inversión en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad y en el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, ambos sobre el activo del fondo. Asimismo, podrá establecer rangos máximos dentro de los que la distribución de la cartera que replica un índice podrá desviarse.”. **5)** Sustitúyese en el artículo 17, el inciso tercero

por el siguiente, agregándose los siguientes incisos cuarto, quinto y sexto nuevos, pasando el actual cuarto a ser séptimo: “Sin perjuicio de lo dispuesto en los incisos precedentes, los reglamentos internos de los fondos mutuos podrán establecer que se efectúen repartos de beneficios a los partícipes a prorrata de su participación en el fondo o de la serie respectiva si correspondiere. Tendrán derecho a percibir tales beneficios, aquellos partícipes del fondo que tengan esa calidad el día anterior a la fecha de pago de los mismos. Tratándose de un reparto de beneficios efectuado con cargo a los dividendos pagados por las sociedades anónimas en que los recursos del fondo hubiesen sido invertidos, tendrán derecho a éste, a prorrata de su participación en el fondo o serie respectiva, aquellos partícipes que tengan esa calidad el día en que el respectivo dividendo sea percibido por el fondo. La sociedad administradora deberá, a lo menos dos veces en cada año calendario, pagar estos beneficios, a quienes corresponda, debidamente reajustados, según la variación experimentada por el índice de precios al consumidor, en el período comprendido entre el último día del mes anterior al día en que el fondo hubiese percibido dicho dividendo y el último día del mes anterior al día que tal beneficio sea pagado a los partícipes. Para el caso que un partícipe rescate total o parcialmente sus cuotas del fondo, la sociedad administradora pagará conjuntamente con el valor del rescate, los beneficios indicados anteriormente. Los dividendos devengados que la sociedad administradora no hubiere pagado en las fechas indicadas anteriormente, se reajustarán de acuerdo a la variación que experimente el índice de precios al consumidor, entre la fecha en que éstos se hicieren exigibles y la de su pago efectivo, y devengará intereses corrientes para operaciones reajustables por el mismo período. Con todo, los dividendos que las sociedades administradoras hubiesen dispuesto oportunamente a disposición de los partícipes no retirados por éstos, no devengarán reajuste ni interés alguno. Las sociedades administradoras señalarán el día de pago de los beneficios, a través de un aviso publicado en un diario de amplia circulación nacional, en el tiempo, forma y condiciones que señale el reglamento de esta ley.”

**ARTICULO 13°.-** Introdúcense las siguientes modificaciones a la Ley N° 19.281, que establece normas sobre arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa: **1)** Modifíquese el artículo 55, de la siguiente manera: **a)** Agréguese en el inciso primero, a continuación del punto aparte (.) que pasa a ser punto seguido la siguiente frase: “Sin perjuicio de lo anterior, las administradoras podrán realizar las actividades



complementarias que autorice la Superintendencia.”. **b)** Sustitúyase la actual letra c) de inciso segundo por la siguiente: “c) Acreditar un capital pagado en dinero efectivo, en la forma y por el monto que indica el artículo 55 A.”. **2)** Intercálense a continuación del artículo 55, los siguientes artículos 55 A y 55 B, respectivamente: “Artículo 55 A.- Para obtener la autorización de existencia, las administradoras deberán acreditar ante la Superintendencia, un capital pagado en dinero efectivo no inferior al equivalente a 10.000 unidades de fomento. Asimismo, las administradoras deberán cumplir con lo dispuesto en los artículos 225 y 226 de la Ley N° 18.045. Artículo 55 B.- La institución que mantenga las cuentas con cuyos recursos se hubieren constituido los fondos beneficiarios de la garantía a que se refiere el artículo 226 de la Ley N° 18.045, actuará como representante de los mismos, desempeñando las funciones que se señalan en el artículo 227 del mismo cuerpo legal. **3)** Modifícase el artículo 59°, de la siguiente forma: **a)** Reemplázase el inciso primero por el siguiente: “Artículo 59°.- Las operaciones del fondo serán efectuadas por la sociedad administradora, a nombre de aquel, quien será titular de los instrumentos representativos de las inversiones realizadas. La sociedad administradora del fondo deberá encargar el depósito de dichos instrumentos a una empresa de depósito de valores, regulada por la ley N° 18.876. No obstante, la Superintendencia podrá autorizar en casos calificados que un porcentaje de los instrumentos del fondo sea mantenido en depósito en una institución autorizada por ley. En el caso de los valores extranjeros, la Superintendencia establecerá, mediante norma de carácter general, la forma en que deberá llevarse la custodia y depósito.”**b)** Agrégase los siguientes incisos tercero y cuarto, nuevos: "La responsabilidad por la función de administración es indelegable, sin perjuicio de que las administradoras puedan conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro. Cuando se trate de la contratación de servicios externos, en el contrato de administración, deberá constar la facultad de la administradora para llevar a cabo dichos contratos. Asimismo, deberá señalarse en el contrato de administración, si los gastos derivados de las contrataciones serán de cargo de la administradora o del fondo de que se trate y, en este último caso, la forma y política de distribución de tales gastos. Sin embargo cuando dicha contratación consista en administración de cartera de recursos del fondo, los gastos derivados de estas contrataciones serán de cargo de la administradora.”. **4)**

Modifíquese en el artículo 62, el inciso primero del siguiente modo: **a)** Sustitúyese en el párrafo primero de la letra a) la palabra “cinco” por “siete”. **b)** Intercálese en el párrafo segundo, de la letra a) después de la palabra “cuotas” la siguiente expresión “de un fondo mutuo, de un fondo de inversión constituido en Chile,”. **c)** Sustitúyese en la letra b), la palabra “quince” por “veinticinco”. **d)** Sustitúyese en la letra c), la palabra “quince” por “veinticinco”. **e)** Reemplácese en la letra e), el inciso primero, por el siguiente y agrégase un inciso segundo nuevo, pasando los actuales incisos segundo y tercero de esta letra a ser incisos tercero y cuarto: “El Fondo no podrá poseer el veinticinco por ciento o más de las acciones emitidas por una misma sociedad o de las cuotas de un mismo fondo de inversión o fondo mutuo, nacional o extranjero. El conjunto de inversiones del Fondo en valores emitidos o garantizados por una misma sociedad no podrá ser igual o superior al veinticinco por ciento del activo total de dicha emisora. Sin perjuicio de lo anterior, las inversiones del fondo no podrán significar en ningún caso el control directo o indirecto del respectivo emisor.”. **5)** Intercálase a continuación del artículo 64, el siguiente artículo 64 A: “Artículo 64 A.- Los directores de las administradoras, sin perjuicio de las obligaciones señaladas en la Ley sobre Sociedades Anónimas, estarán obligados a: a) Comprobar que la sociedad administradora cumpla con las disposiciones establecidas en los respectivos contratos de administración que suscriban con las instituciones; b) Verificar que las inversiones, valorizaciones u operaciones del fondo se realicen de acuerdo con esta ley, con su reglamento y con el contrato de administración correspondiente; y c) Constatar que las operaciones y transacciones que se efectúen, sean sólo en el mejor interés del fondo de que se trate y en beneficio exclusivo de titulares de las cuentas. Para dar cumplimiento a lo señalado en el inciso anterior, en las sesiones ordinarias de directorio, se dejará constancia del tratamiento de las materias antes descritas y de los acuerdos adoptados.”

**ARTICULO 14°.-** Agregase al artículo 2.489 del Código Civil, los siguientes incisos tercero y final, nuevos: “Sin perjuicio de lo anterior, si entre los créditos valistas figuraren créditos subordinados a otros, estos se pagarán con antelación a aquellos. La subordinación de créditos es un pacto celebrado entre acreedores valistas de un deudor, en virtud del cual un acreedor acepta postergar a favor de otro u otros, en forma total o parcial, el pago de su crédito. Este pacto deberá constar por escritura pública o documento privado firmado ante notario y protocolizado. Los efectos del pacto serán obligatorios para el deudor, si éste lo

acceptare expresamente, concurriendo a su suscripción o por medio de un acto posterior por escrito.”

**ARTICULO 15°.**– Introdúcense las siguientes modificaciones a la Ley N° 18.175, que modifica la Ley de Quiebras y fija su nuevo texto: **1)** Agrégase al artículo 69, los siguientes incisos segundo, tercero y final, nuevos: “Para efectos de lo establecido en el inciso primero anterior, se entenderá que constituyen obligaciones conexas, entre otras, las derivadas de operaciones de canje o de derivados financieros, suscritos al amparo de un mismo contrato convenio global de compensación y contratación de instrumentos financieros derivados, cuyos términos y condiciones repliquen aquellas disposiciones generalmente aceptadas y que serán oficialmente determinados por norma de carácter general de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Asimismo, también serán estimadas como conexas, las obligaciones resultantes de las compensaciones operadas bajo los convenios globales antedichos si hubieran existido más de un contrato o derivado financiero efectuados al amparo de tales convenios de compensación y contratación global. No podrán compensarse las obligaciones conexas que nazcan de contratos u operaciones de derivados financieros efectuados en los periodos a que se refiere el artículo 74 de esta ley. Las operaciones de derivados financieros efectuados en la forma antedicha, se entenderán de plazo vencido, líquidas y terminadas a la fecha de la declaración de quiebra y las compensaciones que deban efectuarse conforme a esta disposición, serán ejecutadas y calculadas simultáneamente en dicha fecha. Asimismo, a menos que las partes hayan establecido la liquidación anticipada de sus gastos asociados a los derivados financieros en cuestión, y daño emergente o lucro cesante, o la forma en que estas deberán calcularse automáticamente en el caso de la quiebra de alguna de las partes, tales cargos no podrán incorporarse al cálculo de las compensaciones aquí reguladas. El Banco Central de Chile podrá dictar las normas que sean requeridas para precisar y detallar la forma y alcance de las compensaciones de obligaciones conexas que se ordenan en inciso segundo anterior.”. **2)** Agréguese en el artículo 77, en la primera parte de su inciso segundo, las siguientes expresiones: “Sin perjuicio de lo establecido en el inciso final del artículo 69.”. **3)** Agréguese en el artículo 137, en su inciso final a continuación del punto aparte (.), que pasa a ser punto seguido, la siguiente frase: “En el caso de los créditos subordinados, las demandas de impugnación sólo podrán ser deducidas entre los acreedores que figuren

como partes en el respectivo pacto de subordinación. La tramitación de esta demanda no impedirá el reparto de los demás acreedores comunes no comprendidos en el pacto de subordinación respectivo.”. **4)** Agrégase al artículo 147, el siguiente inciso final, nuevo: “Los pagos del síndico a los acreedores se harán con pleno respeto a los pactos de subordinación de créditos a que se refiere el artículo 2489 del Código Civil.”. **5)** Agrégase al artículo 151, el siguiente inciso segundo y final, nuevo: “En el caso de créditos afectos a pactos de subordinación, el o los acreedores subordinados contribuirán con lo que les correspondiere en dicho reparto respecto de su crédito subordinado al pago de sus acreedores subordinantes.”

**ARTICULO 16°.-** Las normas que regirán la prenda sin desplazamiento y el registro único de prenda serán las siguientes: "TITULO I De la Constitución y Requisitos de la prenda Artículo 1°.- El contrato de prenda sin desplazamiento es solemne y tiene por objeto constituir una garantía sobre una cosa mueble, para caucionar obligaciones propias o de terceros, conservando el constituyente la tenencia y uso del bien constituido en prenda. En lo no previsto por las disposiciones de esta ley, se aplicarán las normas generales del Código Civil y de Comercio que no sean contrarias a aquéllas. Artículo 2°.- El contrato de prenda y su alzamiento deberán otorgarse por escritura pública o instrumento privado. En este último caso, las firmas de las partes concurrentes deberán ser autorizadas por un Notario Público y el instrumento deberá ser protocolizado en el registro del mismo notario. La fecha de protocolización se entenderá por fecha del contrato. La prenda constituida por este medio tendrá mérito ejecutivo sin necesidad de reconocimiento previo. Artículo 3°.- El contrato de prenda debe contener, a lo menos, las siguientes menciones: 1) La individualización de sus otorgantes; 2) La indicación de las obligaciones caucionadas o la indicación precisa del o los documentos donde constan dichas obligaciones. En caso que sólo se indique el o los documentos donde constan las obligaciones garantizadas y estos no fueren otorgados por escritura pública, deberán ser protocolizados al momento de la celebración del contrato de prenda. Lo anterior es sin perjuicio de lo establecido en el artículo 4° siguiente; 3) La especificación de las cosas empeñadas mediante los detalles necesarios para su individualización; y 4) La suma determinada a la que se extiende la prenda en el caso de haberse limitado a una cantidad. Puede, igualmente, señalarse el lugar donde debe mantenerse la cosa empeñada, la utilización que debe darse a ésta y las rutas o

zonas que podrá recorrer. TITULO II De las Obligaciones Caucionadas y Bienes Prendados

Artículo 4°.- Puede caucionarse con prenda toda clase de obligaciones, presentes o futuras, estén o no determinadas a la fecha del contrato. En el caso de tratarse de una garantía general, será necesario hacer indicación de esta circunstancia. Artículo 5°.- Podrá constituirse prenda sobre toda clase de bienes corporales muebles, valores o derechos cuya enajenación no esté prohibida a la fecha de suscripción del contrato. En el caso de prenda sobre derechos emanados de contratos *intuitu personae*, ésta deberá haber sido consentida expresamente por la contraparte en el mismo contrato de prenda. En los demás contratos, la contraparte deberá ser notificada de la prenda judicialmente o por medio de un Notario Público de conformidad con el artículo 401 número 4 del Código Orgánico de Tribunales. En caso de incumplimiento de las formalidades anteriormente señaladas, la prenda será inoponible a la contraparte. Una copia del contrato prendado será protocolizada al tiempo de suscribirse el contrato de prenda y en éste deberá hacerse mención respecto de la protocolización de aquel. En el caso de prenda sobre valores, la prenda deberá anotarse sobre el título, instrumento o certificado de registro, emisión o depósito en el que conste la existencia de los mismos, quedando la prenda restringida a los derechos que de tales títulos, instrumentos o certificados emanen de acuerdo a sus estatutos de emisión, si fuere el caso. Cuando los valores se encuentren en depósito de conformidad con la Ley 18.876, tendrá aplicación lo dispuesto en el inciso final del artículo 14 de dicho cuerpo legal. En caso de constituirse la prenda sobre bienes que no existen al tiempo del contrato, pero que se espera que existan, tal contrato será válido. Con todo, no se adquirirá el derecho real de prenda, sino hasta que el bien empeñado llegue a existir. Las cosas que no han llegado al país pueden ser empeñadas, siempre que el constituyente de la prenda sea el titular del documento de embarque o expedición o de recepción para el embarque o expedición de ellas, conforme a las normas que regulan la circulación de tales documentos. La prenda establecida sobre materias primas, quedará *ipso iure* constituida sobre el producto elaborado. A menos que las partes acuerden lo contrario, en el caso de existencias de mercaderías, materias primas, grupos de bienes de una misma clase, inventarios, productos elaborados o semielaborados y repuestos del comercio o industrias y, en general, de cualquier actividad de la producción o de los servicios, los componentes de dichas existencias podrán ser utilizados, transformados o enajenados, en todo o en parte, de forma

tal que los bienes que salgan del conjunto empeñado queden subrogados por los que posteriormente lo integren hasta la concurrencia del total constituido en prenda. No podrán ser dados en prenda los muebles de una casa destinados a su ajuar. Artículo 6°.- Si el constituyente de la prenda no es dueño de la cosa sobre la que recae, el contrato es válido, pero no se adquiere el derecho real de prenda. Sólo el dueño podrá invocar la inexistencia del derecho real de prenda, fundado en no ser el constituyente propietario de la cosa dada en prenda. Sin embargo, si el constituyente adquiere después el dominio de la cosa o el dueño ratificare el correspondiente contrato de prenda, se entenderá constituido el derecho real de prenda desde la fecha de su tradición y si esta fuera anterior a la fecha de inscripción de la prenda en el registro que se menciona en el artículo 17, se entenderá constituido el derecho real de prenda desde la fecha de su inscripción. Artículo 7°.- Para constituir prenda sin desplazamiento sobre las cosas inmuebles por destinación o naturaleza, no será necesario el acuerdo del acreedor a cuyo favor exista constituida hipoteca sobre los inmuebles a que se hayan incorporado los bienes materia de la prenda, y el crédito prendario gozará de preferencia en estos bienes, sobre el acreedor hipotecario.

### TITULO III De los Derechos y Obligaciones emanados del Contrato de Prenda sin Desplazamiento

Artículo 8°.- El acreedor prendario tendrá derecho para pagarse, con la preferencia establecida en el artículo 2474 del Código Civil, del total del monto del crédito, incluidos los gastos y costas, si los hubiere, extendiéndose este privilegio, además, al valor del seguro sobre la cosa dada en prenda, si lo hubiere, y a cualquier otra indemnización que terceros deban por daños y perjuicios que ella sufriere. Artículo 9°.- Se podrá constituir una o más prendas sobre un mismo bien empeñado, prefiriéndose las unas a las otras por el orden cronológico de sus respectivas inscripciones en el Registro Único de Prendas. Artículo 10°.- Si se ha convenido que las cosas dadas en prenda no pueden gravarse o enajenarse, la infracción de lo anterior dará derecho al acreedor para exigir, de inmediato, el cumplimiento de la obligación principal y la realización de la prenda, siguiéndose contra el adquirente en este último caso el procedimiento de desposeimiento señalado en el artículo 23. Las normas de este artículo no se aplicarán en la situación prevista en el inciso tercero del artículo 17. Artículo 11°.- El deudor prendario o el tercero constituyente conservará la tenencia, uso y goce de la cosa dada prenda, siendo de su cargo los gastos de custodia y conservación. Sus deberes y responsabilidades en relación con la conservación de la cosa

dada en prenda serán los del depositario, sin perjuicio de las penas que más adelante se establecen. Si el deudor o el tercero constituyente abandonare las especies prendadas, el tribunal podrá autorizar al acreedor, para que, a su opción, tome la tenencia del bien prendado, designe un depositario o proceda a la realización de la prenda, considerándose la obligación caucionada como si fuere de plazo vencido. Lo anterior es sin perjuicio de perseguir las demás responsabilidades civiles o penales que le quepan al deudor prendario o al tercero constituyente como consecuencia del abandono. Artículo 12°.- Si se ha convenido un lugar en donde deba mantenerse la cosa empeñada, ésta no podrá trasladarse. Asimismo, si se ha convenido que la cosa empeñada se utilice de una forma especificada en el contrato, ésta no podrá utilizarse de forma distinta a lo pactado. Lo anterior es sin perjuicio que el contrato autorice lo contrario, que el acreedor consienta en ello o que el tribunal competente del lugar de suscripción del contrato decrete su traslado o uso distinto para su mejor aprovechamiento o conservación. En caso de infracción a lo dispuesto precedentemente, el acreedor podrá exigir de inmediato el cumplimiento de la obligación principal y la realización de la prenda. El tribunal competente del lugar de suscripción del contrato, podrá a petición del constituyente, ordenar la enajenación del bien dado en prenda de la forma más conveniente, sin previa tasación, si los gastos de custodia y conservación fueren dispendiosos, pagándose al acreedor el producto de la enajenación. En todo caso, la obligación caucionada se considerará como sí fuera de plazo vencido. Artículo 13°.- El acreedor prendario tiene derecho para inspeccionar en cualquier momento, por sí o por delegado, los efectos dados en prenda. Si con las visitas se irrogaren daños o graves molestias al constituyente de la prenda, podrá el tribunal competente del lugar de suscripción del contrato regularlas con la sola audiencia de las partes. Para designar delegado que ejerza este derecho, bastará una simple comunicación escrita del acreedor prendario. En caso de oposición del constituyente para que se verifique la inspección, el acreedor podrá exigir de inmediato la realización de la prenda, siempre que requerido judicialmente el constituyente insistiere en su oposición, considerándose la obligación caucionada como si fuere de plazo vencido. Artículo 14°.- El arrendador podrá ejercer su derecho legal de retención sobre especies dadas en prenda, sólo cuando el contrato de arrendamiento conste en escritura pública otorgada con anterioridad a la inscripción de la prenda en el Registro Único de Prenda. Artículo 15°.- Las acciones que se establecen en

este Título, se tramitarán con arreglo al procedimiento prescrito en el Título IV, Párrafo 2º, del Libro III del Código de Procedimiento Civil. TÍTULO IV De la inscripción del contrato de prenda Artículo 16.- El contrato de prenda deberá ser inscrito en el Registro Único de Prendas a que se refiere el Título V de esta ley. Adicionalmente, tanto una copia del contrato de prenda sin desplazamiento autorizada ante notario público, como una del contrato en que consten las obligaciones garantizadas, si la hubiere, deberá ser enviada al Registro Único de Prenda para su inscripción dentro del plazo de treinta días por el notario respectivo. La omisión de este último requisito no afectará la validez del contrato de prenda, pero hará responsable al notario respectivo por los daños que se originen como consecuencia de esta omisión, sin perjuicio de la sanción disciplinaria de que pudieren ser objeto según lo establecido en el artículo 440 inciso primero del Código Orgánico de Tribunales. Artículo 17.- El derecho real de prenda se adquirirá, probará y conservará por la inscripción del contrato de prenda en el Registro Único de Prenda y la prenda sólo será oponible a terceros a partir de esa fecha. Adicionalmente, en el caso de bienes sujetos a inscripción obligatoria en algún otro registro, se anotará una indicación del contrato al margen de la inscripción correspondiente y, mientras no se practiquen tales anotaciones, el respectivo contrato será inoponible a terceros. El derecho de prenda no será oponible contra el tercero que adquiera la cosa empeñada en una fábrica, feria, bolsas de productos agropecuarios, casa de martillo, tienda, almacén u otros establecimientos análogos en que se vendan cosas muebles de la misma clase. Artículo 18.- Sólo un tribunal podrá disponer que una inscripción practicada por el Registro Único de Prenda sea modificada, eliminada o cancelada, de acuerdo a las normas generales. No obstante, de oficio o a requerimiento de cualquier interesado, y dentro de un plazo de cinco días hábiles a contar de la fecha de la inscripción en el Registro Único de Prenda, éste podrá rectificar los errores manifiestos en que se pudiere haber incurrido al practicarse la anotación. No obstante, la fecha de la constitución del derecho real de prenda será siempre la de su inscripción. Artículo 19.- Sin perjuicio del artículo anterior, el deudor prendario tendrá derecho a exigir la cancelación de la inscripción de la prenda efectuado que sea el pago íntegro de la o las obligaciones caucionadas. TÍTULO V Del Registro Único de Prenda Artículo 20.- Créase y autorízase el funcionamiento del Registro Único de Prenda que será organizado, mantenido y administrado por el Servicio de Registro Civil e Identificación y se registrá por esta ley y por



el reglamento que al efecto dicte el Presidente de la República mediante decreto supremo emanado conjuntamente del Ministerio de Hacienda y del Ministerio de Justicia. El Reglamento establecerá, entre otros, los requerimientos básicos de servicio, organización y operación del Registro Único de Prenda, incluyendo los requisitos específicos de las solicitudes, de los procedimientos de inscripción, revisión, rechazo o anotación de las mismas, como asimismo los relativos a su cancelación. El Reglamento establecerá, además, la información continua que el Registro Único de Prenda deberá poner a disposición del público. El Servicio de Registro Civil e Identificación estará facultado para cobrarlos derechos que se establezcan en el reglamento interno por las inscripciones, modificaciones, eliminaciones, cancelaciones, alzamientos, certificados y copias de contrato de prenda que se efectúen u otorguen.

**TITULO VI De la Realización de la prenda y de la cesión del derecho de prenda**

**Artículo 21.-** En caso de cobro judicial, la prenda será subastada de acuerdo con las reglas del juicio ejecutivo en las obligaciones de dar establecidas en el Título I del Libro III del Código de Procedimiento Civil. Con todo, en este juicio sólo serán admisibles las excepciones del pago y remisión de la deuda, siempre que se funden en antecedente escrito, y la de prescripción.

**Artículo 22.-** Notificado el deudor, el acreedor de una obligación caucionada con prenda podrá pedir que ésta sea realizada de inmediato, aunque se hubieren opuesto excepciones. El tribunal, con citación del deudor, resolverá dicha petición y podrá exigir que el acreedor caucione previamente las resultas del juicio. La notificación de la demanda ejecutiva y el requerimiento de pago podrán practicarse en la forma establecida en el artículo 553 del Código de Procedimiento Civil.

**Artículo 23.-** Si las especies que se trataban de subastar fueren animales, el tribunal podrá disponer que se vendan en la feria que indique, debiendo en tal caso publicarse avisos durante dos días en el periódico que el tribunal señale.

**Artículo 24.-** La acción de desposeimiento contra el tercer poseedor que no sea deudor personal, se sujetará a las normas del Título XVIII del Libro III del Código de Procedimiento Civil, en lo que no sean contrarias a la naturaleza de la cosa prendada o del contrato de prenda.

**Artículo 25.-** En los juicios civiles a que se refiere este cuerpo legal, no se tomará en cuenta el fuero personal de los litigantes, ni se suspenderá su tramitación por la declaración de quiebra, sin perjuicio de lo prescrito en la Ley N° 18.175.

**Artículo 26.-** En la realización de la prenda se aplicarán las normas del artículo 2428 del Código Civil y, junto con la notificación del deudor, deberá notificarse a los demás

acreedores prendarios que tengan derecho sobre la prenda para que los hagan valer, si correspondiere. Asimismo, serán aplicables los artículos 492 y 762 del Código de Procedimiento Civil, en la medida en que resulten aplicables. Artículo 27.- La cesión de créditos caucionados con prenda se sujetará a las reglas que correspondan a su naturaleza. Sin embargo, para que la cesión comprenda el derecho real de prenda deberá inscribirse en el Registro Único de Prenda una copia, autorizada ante notario, del documento en el que conste la cesión, manteniendo la prenda la preferencia que gozaba en virtud del primer contrato.

TITULO VII Delitos y Penas Artículo 28.- Serán castigados con las penas señaladas en el artículo 467 del Código Penal, aumentadas en un grado: 1) El que defraudare a otro disponiendo de las cosas empeñadas sin hacer indicación expresa del gravamen que las afecte o constituyendo prenda sobre bienes ajenos como propios; 2) El deudor prendario y el que tenga en su poder las cosas empeñadas que defraudaren al acreedor prendario ya sea alterando, ocultando, trasladando o disponiendo de las especies dadas en prenda; y 3) El que maliciosamente, al inscribir la prenda, pignorarare bienes distintos de aquellos indicados en el contrato o alterare las características del bien prendado, como asimismo modificare los términos o condiciones establecidos en el contrato de prenda.

TITULO VIII Otras Disposiciones Artículo 29.- Los beneficiarios de los documentos de que trata en el inciso quinto del artículo 5º, que hayan pagado o que se hayan obligado a pagar por cuenta o en interés de un tercero, todo o parte del valor de las mercaderías a que esos documentos se refieren, gozan de derecho legal de retención sobre ellas, mientras no se les reembolsen o garantice con prenda sobre esos mismos bienes, lo que han pagado o se han obligado a pagar, según sea el caso, por concepto de precio, transporte, seguros, derechos de aduana, almacenaje y otros gastos en que hayan incurrido con motivo de la operación, sin necesidad de declaración judicial. Las personas aludidas en el inciso anterior tendrán la facultad de pagar por cuenta del deudor los gastos e impuestos y realizar los trámites necesarios para desaduanar e internar la mercadería en el país, si ello fuere necesario. Podrán, además, obtener la realización de la mercadería retenida, para el reembolso de los pagos, conforme al procedimiento ejecutivo que establece la presente ley. El deudor queda facultado para constituir la prenda a que se refiere el inciso primero, aún cuando según los documentos de embarque, expedición o de recepción para embarque y expedición, aparezca como dueño de ellos el acreedor, siempre que pueda acreditar que

según la documentación en poder del acreedor es el destinatario de las mercaderías.

Artículo 30.- El Presidente de la República deberá dictar el Reglamento a que se refiere el artículo 20, dentro del plazo de 180 días contados desde la fecha de publicación de la presente ley en el Diario Oficial. Las disposiciones de esta Ley comenzarán a regir transcurridos 180 días desde la fecha en que se publique en el Diario Oficial el decreto que contiene el Reglamento a que se refiere el inciso anterior.

Artículo 31.- Las leyes N° 4.097, 4.702, 5.687 y 18.112, que regulan regímenes de prendas sin desplazamiento continuarán vigentes para el solo y exclusivo efecto de regular las prendas sin desplazamiento constituidas con anterioridad a la entrada en vigencia de la presente ley. Sin perjuicio de lo anterior, a partir de la entrada en vigencia de la presente ley, sólo podrá constituirse bienes en prenda sin desplazamiento de conformidad a este cuerpo legal. Con todo, y durante el plazo de un año contado desde la fecha de entrada en vigencia de la presente ley, las prendas sin desplazamiento constituidas con anterioridad a su entrada en vigencia podrán acogerse al régimen aquí establecido mediante un contrato inscrito en el Registro Único de Prenda en el que se individualice la prenda sin desplazamiento original y su transformación. En este caso, se reconocerá a la prenda transformada, la antigüedad y fecha de la prenda original.”

### **Disposiciones Transitorias**

**Artículo Primero Transitorio.-** Para efectos de lo dispuesto en la Ley sobre Impuesto a la Renta, contenida en el artículo 1° del DL N°824 de 1974, se considerará ingreso no renta el mayor valor generado en la primera transferencia, de acciones de sociedades regidas por la Ley N° 18.046 que no sean abiertas, que se efectúe en alguna bolsa de valores del país y siempre que al momento de efectuarse dicha transferencia se cumplan los siguientes requisitos: a) Que a lo menos un tercio del capital accionario pertenezca a Fondos de Inversión y haya pertenecido a lo menos por un período de 3 años. b) Que los partícipes del o de los Fondos de Inversión no tengan relación, en los términos del artículo 100° de la Ley N°18.045, con los socios o accionistas de la sociedad administradora del Fondo y con los demás accionistas de la sociedad emisora de las acciones que se transfieran. c) Que todos los accionistas vendan en el mismo valor las acciones al momento de su transferencia en Bolsa y en la misma proporción. d) Que la

sociedad administradora del Fondo o una entidad relacionada en los términos señalados en la letra b) no posea más de un 25% del capital del Fondo. Para aplicar lo dispuesto en el inciso precedente, se considerará que el mayor valor que constituye ingreso no renta, es el que resulte de comparar el precio de transferencia con el valor que las acciones tenían en la fecha en que se incorporaron a la sociedad el o los Fondos en la proporción señalada en la letra c) precedente. Para determinar dicho valor, se considerará el valor libro de la sociedad al 31 de Diciembre del año anterior a aquel en que se materialice la participación señalada, aumentado o disminuido con los aportes o retiros de capital y distribuciones de utilidad, según corresponda, ocurrido entre dicha fecha y el mes en que se materialice la participación del o los Fondos de Inversión. Para este efecto se considerará como valor libro, el señalado en el inciso penúltimo del artículo 41° de esta ley. Si la primera transferencia fuere efectuada por un accionista que ingresó a la sociedad con posterioridad a la participación de los Fondos de Inversiones, el valor de comparación con el precio de transferencia será el mayor entre el señalado en el inciso precedente y el valor de adquisición o suscripción pagado por el accionista. Con todo, sólo se considerará ingreso no renta el valor señalado en los incisos precedentes hasta un monto equivalente a 10.000 unidades de Fomento según el valor que dicha unidad tenga al 31 de Diciembre del año en que se efectúe la enajenación. El mayor valor generado entre el valor señalado en los incisos precedentes y el valor de adquisición o suscripción pagado antes de la incorporación del o los Fondos de Inversiones, se afectará con los impuestos señalados en esta ley de acuerdo a las normas generales. Asimismo, cumpliendo las mismas condiciones establecidas en las letras a) a la c) del inciso primero y con el mismo límite señalado precedentemente, se considerará ingreso no renta el mayor valor que se genere en la enajenación de acciones emitidas por las sociedades a que se refiere este artículo cuando entre el enajenante y el adquirente no exista relación en los términos señalados en la letra b) y siempre que éste sea una sociedad en la cual participen, a lo menos en un 20% del capital, inversionistas institucionales de aquellos señalados en el artículo 4° bis letra e) de la Ley N°18.045. El mayor valor que obtengan los partícipes de los Fondos señalados en el rescate de las cuotas en la liquidación de éstos, se considerará ingreso no renta en la proporción que a esa fecha represente en los beneficios del Fondo el Mayor valor generado en la enajenación de acciones a que se refiere este artículo. Los Fondos de Inversión a que se

refiere este artículo deberán tener a lo menos el 50% de sus recursos invertidos en acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros y que sean para financiar actividades de sociedades regidas por la Ley N° 18.046, que no sean abiertas. El porcentaje señalado deberá mantenerse durante el período a que se refiere la letra a), para que proceda lo dispuesto en este artículo. Las sociedades administradoras de estos Fondos deberán presentar anualmente un informe al Servicio de Impuestos Internos, acerca de la inversión de sus recursos y de la composición de los participes, a fin que dicho Servicio pueda verificar el cumplimiento de las condiciones que establece la letra b) del inciso primero y el inciso precedente. Dicho informe deberá ser presentado en la forma y plazo que determine el Servicio de Impuestos Internos. El tratamiento tributario establecido en este artículo tendrá una duración de quince años a contar del día primero del mes siguiente a la entrada en vigencia de esta ley.

**Artículo Segundo Transitorio.-** Facúltase al Presidente de la República para que mediante un decreto con fuerza de ley, dictado dentro del plazo de un año contado desde la fecha de publicación de esta ley, fije el texto refundido, sistematizado y concordado del Decreto Ley N° 3.500 y del Decreto con Fuerza de Ley N° 101, Ley Orgánica de la Superintendencia Administradoras de Fondos de Pensiones, ambos de 1980, del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, y de los demás textos legales que se refieren a las Administradoras de Fondos de Pensiones u otras empresas fiscalizadas por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.". Dios guarde a V.E.

**RICARDO LAGOS ESCOBAR**

Presidente de la República

**NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN**

Ministro de Hacienda

**LUIS BATES HIDALGO**

Ministro de Justicia

**RICARDO SOLARI SAAVEDRA**

Ministro del Trabajo y Previsión Social