



**Reflexión sobre la Ley N° 21.276
Modifica Distintas Leyes con el Fin de Cautelar el Buen
Funcionamiento del Mercado Financiero**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN POLÍTICAS PÚBLICAS**

**Alumno: Rodrigo Concha Arriagada
Profesor Guía: Aldo González Tissinetti**

Santiago, enero de 2021

Taller de Actividad Formativa Equivalente

Reflexión sobre la Ley N°21.276*

Modifica Distintas Leyes con el Fin de Cautelar el Buen Funcionamiento del Mercado Financiero

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	1
MOTIVACIÓN DE LA LEY	2
PROBLEMÁTICA	2
EL PROYECTO DE LEY	3
Aspectos Relativos a los Fondos de Pensiones	3
Aspectos Relativos a las Compañías de Seguros.....	4
Aspectos Relativos al Mercado de Valores	5
ANÁLISIS DE ALTERNATIVAS Y MEJORAS.....	6
Financiamiento de Empresas.....	7
Regulación del Crowdfunding	8
Necesidad de Regular del Crowdfunding	9
Advertencia de la Regulación del Crowdfunding.....	9
Resumen y conclusiones	10
METODOLOGÍA SEGUIDA	10

INTRODUCCIÓN

Este informe revisa algunos de los aspectos que habrían motivado y hecho necesario la presentación del proyecto de ley que terminó con la publicación el 19 de octubre de 2020 de la Ley 21.276 que modifica distintas leyes para cautelar el buen funcionamiento del mercado financiero (en adelante la Ley).

La pandemia declarada por la Organización Mundial de la Salud el 11 de marzo de 2020, como consecuencia de la propagación del SARS-COV2 (del inglés Severe Acute Respiratory Syndrome Coronavirus 2, en adelante COVID), ha afectado diferentes facetas de la economía mundial, incluyendo la chilena.

Los gobiernos de los países afectados por la pandemia se han visto en la necesidad de suspender actividades, restringir el derecho de movilidad de las personas, y otras medidas sanitarias para controlar la propagación del virus.

Esas medidas han impactado la actividad económica, frente a lo que se han implementado políticas públicas que permitan sopesar ese impacto. Entre ellas, la entrega de bonos en especies y dinero, la facilitación del acceso al crédito, flexibilizaciones para la suspensión y cancelación de contratos de trabajo, e incluso el rescate de cuotas de los fondos de pensiones.

Sobre la base de ese contexto, en junio de 2020 el gobierno ingresó el Mensaje N° 073368 con el que comenzó el trámite legislativo de la ya mencionada Ley (en adelante el Proyecto).

El Proyecto abordó el escenario antes descrito proponiendo modificar el marco regulatorio de las compañías de seguros, los fondos de pensiones y de emisión de títulos de deuda de oferta pública. Lo anterior a modo de resguardar el funcionamiento del mercado financiero y autorizar nuevas alternativas de inversión para los fondos de pensiones, a la vez que implementa un mecanismo de inscripción automática de títulos de deuda emitidos por entidades inscritas en el Registro de Valores que lleva la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante la CMF), el que simplificaría y aceleraría la colocación de deuda en el mercado de capitales.

Este informe se estructura de la siguiente manera. En una primera parte se revisan algunos de los antecedentes que habrían fundado la necesidad de promulgar la Ley. A continuación, se presenta una revisión punto por punto contenidos en ella. Finalmente se reflexiona sobre la misma, proponiendo ideas alternativas para enfrentar algunos de los objetivos de la Ley, particularmente el de financiamiento de empresas.

* Actividad Formativa Equivalente presentada el jueves 7 de enero de 2021 por Rodrigo Concha Arriagada para el programa Magister en Políticas Públicas.

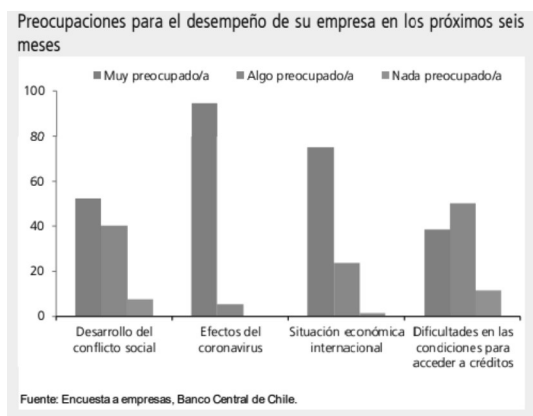
rconchaa@fen.uchile.cl

MOTIVACIÓN DE LA LEY

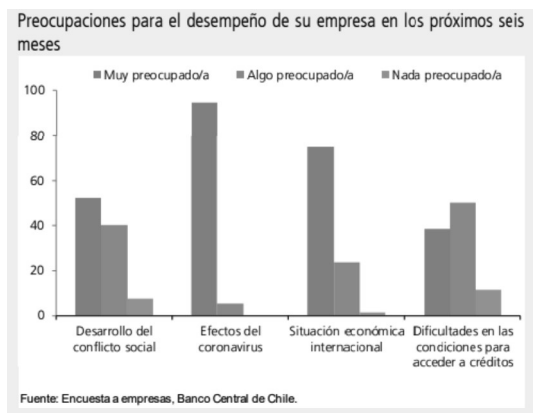
La propuesta legislativa se enmarca en una serie de medidas adoptadas por el gobierno, todas tendientes a aminorar los efectos negativos de las políticas que se han debido adoptar ante la crisis sanitaria generada por el COVID.

De acuerdo con el Banco Central, la necesidad de evitar el contacto social impacta directamente en el normal desarrollo de las actividades productivas. Cuantificar la magnitud de dicho impacto es, al menos por el momento, una tarea compleja, pero visible.

En el Informe de Políticas Monetaria (IPoM) de marzo de 2020 se presentaron los resultados de una encuesta realizada por el Banco Central a un conjunto de empresas, que muestra que ellas están principalmente preocupadas por los efectos del COVID y por la situación económica internacional. Lo anterior incluso superando la preocupación por el desarrollo del estallido social.



Otra encuesta realizada por el Banco Central, cuyos resultados también fueron presentados en el IPoM de marzo, revela que la ejecución de los planes de inversión que la mayoría de las empresas habían incluido en su planificación estratégica, serán evaluados, no se realizarán o serán ejecutados de manera parcial, lo que podría atribuirse a problemas de flujo de caja.



En relación con esto último, la creciente necesidad de recurso financieros de las empresas de cualquier categoría y tamaño justificaría que el marco regulatorio sea modificado en lo que se considere y justifique necesario. Lo anterior

objetivo de agilizar y hacer más expedita los procedimientos que permita el acceso, entre otros, al financiamiento.

A pesar de la aparición de vacunas contra el COVID, por lo pronto el desafío económico que deberán enfrentar las empresas no ha dado tregua. Los nuevos casos de contagio y muerte siguen creciendo en Chile y el mundo, alcanzando hoy más de 1,9 millones de muertes y 88,1 millones de personas contagiadas. En Chile 16.900 y 629.000, respectivamente.

PROBLEMÁTICA

Como se mencionó, donde fuera necesario y justificable, debiera modificarse el marco regulatorio que aparezca como obstáculo para que las empresas consigan financiamiento. El mercado de capitales parece ser el caso.

El marco regulatorio de dicho mercado se encuentra conformado, entre otras, por los siguientes cuerpos legales:

- Ley General de Bancos.
- Ley sobre Administración de Fondos de Tercero y Carteras Individuales.
- Ley de Mercado de Valores.
- Ley de Sociedades Anónimas.
- Ley sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros.
- Ley sobre Depósitos y Custodios de Valores.
- Ley de Seguros.
- Decreto con Fuerza de Ley N° 251 Sobre Compañías de Seguros.
- Decreto Ley N° 3500 sobre Sistema de Pensiones.

Dentro de ese marco, en relación con el financiamiento de empresas a través del mercado de capitales, existe la alternativa de emisión de títulos de deuda (principalmente bonos, efectos de comercio y títulos representativos de participación social en las sociedades). Dichos marco y mercado se caracterizan por el pregón (hoy virtual) de ofertas públicas de valores, las que son evaluadas y negociadas, consensuándose un precio de mercado. En ese sentido, la Ley de Mercado de Valores establece que:

Artículo 6° de la Ley N° 18.045

Sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando éstos y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores. [...]

Conjuntamente, ese marco establece que la CMF fiscalice, entre otras entidades, a los emisores de valores de oferta pública y sus emisiones. Cabe tener presente que la Ley Orgánica de la CMF es el Decreto Ley N° 3538.

Bajo ese contexto regulatorio, tanto emisores como sus emisiones (instrumentos), deben inscribirse en un Registro de Valores que, para tales efectos, lleva la CMF. A su vez, esa inscripción requiere la presentación de una serie de documentos, los que se encuentran listados en la Norma de Carácter

General N° 30 de 1989 (en adelante la NCG N° 30) y sus modificaciones, la que, a su vez, establece las normas de difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes para las entidades e instrumentos mencionados.

Lo anterior es relevante toda vez que, en lo que ocurre entre la propagación del COVID y la promulgación de la Ley, en uso de las facultades que le otorga su Ley Orgánica, la CMF emitió en junio de 2020 la Norma de Carácter General N° 443, la que modificó la NCG N° 30 en dos sentidos, uno transitorio y otro permanente. Lo anterior es traducción de que el marco regulatorio fue modificado a nivel normativo, no legislativo.

Por un parte, esa modificación eximió temporalmente de la presentación de ciertos documentos en las solicitudes de inscripción de valores de oferta pública y, por otra, modificó permanentes requisitos de inscripción en el Registro de Valores que lleva la CMF, a efecto de autorizar la realización de oferta pública de emisores de instrumentos de deuda por parte de las sociedades anónimas.

La flexibilización que realizó la CMF, como reacción al COVID, responde a una problemática proveniente de la complejidad para la emisión de títulos de deuda por parte de empresas. Por otra parte, también de la imposibilidad de determinados agentes para la adquisición de esos títulos de deuda, así como también de otros que reúnan determinadas categorías. Esa problemática no puede ser zanjada si no por una modificación legal del marco regulatorio.

Lo anterior responde a que, en un mercado regulado como el de valores, el financiamiento se realiza mediante la emisión de títulos de valores de fácil cesión y ofertas dirigidas al público en general, por tanto, la confianza y reputación del mercado queda radicada en la calidad de la información que del emisor y el valor se difunde al mercado, y de la certeza jurídica respecto a los derechos que emanan de dichos títulos. Ahí la aprensión legal que no permite que la CMF, a través de su normativa, haga una modificación mayor al marco regulatorio.

En definitiva, parece ser que la emisión de títulos de deuda, como alternativa para el financiamiento de empresas, en resguardo de la confianza y fe pública en el mercado financiero, requiere procedimientos de inscripción y divulgación de información que hoy parecen ser demasiado engorrosos, lentos y costosos.

EL PROYECTO DE LEY

Es posible revisar el proyecto en tres "ideas pilares", asociadas a su articulado. Por una parte, el artículo primero relativo a los Fondos de Pensiones implica un avance hacia segmentos que, hasta hoy, estarían desatendidos por la estructura de entrada del mercado financiero, a la vez que

se amplían los límites legales y criterios de diversificación de las Administradoras de esos fondos.

El artículo segundo apunta al mercado de seguros y, en particular, a salvaguardar la solvencia de las compañías de seguros y la gestión de riesgos asociados a cambios inusuales de sus portafolios por fluctuaciones de los mercados.

Por último, los artículos tercero y cuarto, atinentes al mercado de valores, modificar las formalidades necesarias para la emisión de bonos por parte de empresas que ya están inscritas en el Registro de Valores¹, además de otorgar atribuciones especiales para que la misma CMF determine la forma en que las sociedades anónimas abiertas deberán comunicar el hecho de que celebrarán una junta de accionistas.

Dado lo anterior, el presente capítulo ha sido dividido en tres subcapítulos, estos son, aspectos relativos a los Fondos de Pensiones, a las Compañías de Seguros, y al Mercado de Valores.

Aspectos Relativos a los Fondos de Pensiones

Los Fondos de Pensiones podrán invertir en títulos de deuda no inscritos en el Registro de Valores de la CMF, siempre que:

1. Los instrumentos sean transados en una bolsa de valores nacional²;
2. El emisor se encuentre inscrito en el correspondiente Registro de la CMF, y
3. Se cumplan las demás condiciones que la Superintendencia de Pensiones establezca por norma de carácter general.

Además, se aumenta el rango dentro del cual el Banco Central puede establecer límites para la inversión de los Fondos de Pensiones en activos alternativos.

Articulado

Artículo primero. Introdúcense las siguientes modificaciones al artículo 45 del decreto ley N° 3.500, de 1980, que establece nuevo sistema de pensiones:

- 1) Reemplázase su inciso décimo cuarto, por el siguiente:

"Los instrumentos de las letras b) y c) que sean seriados y los señalados en las letras e), f), g), h), i), j) cuando corresponda, k) y ñ) deberán estar inscritos, de acuerdo con la ley N° 18.045, en el Registro que para el efecto lleve la CMF. Sin perjuicio de lo anterior, los Fondos de Pensiones podrán invertir en los instrumentos de las letras b) y c) que sean seriados y los señalados en las letras e), f) e i), que se transen en bolsas de valores nacionales, aunque no estén inscritos en el Registro antes señalado, siempre que el emisor se encuentre inscrito en el respectivo Registro que al efecto lleve

¹ De acuerdo con el artículo 6 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, para hacer oferta pública de valores, tanto los emisores como sus emisiones deben estar inscritos en un Registro que, para tales efectos, lleva la CMF.

² En Chile, el principal centro bursátil es la Bolsa de Comercio de Santiago, la cual abarca más del 90% de los montos transados. Además de ella, está la Bolsa Electrónica, no existiendo otras instituciones de esa naturaleza.

la CMF y sujeto a las disposiciones que establezca la Superintendencia de Pensiones mediante norma de carácter general. Trátese de instrumentos de emisores nacionales transados en un mercado secundario formal externo, el respectivo emisor deberá estar inscrito, de acuerdo con la ley N° 18.045, en el Registro que para tal efecto lleve la CMF."

2) Reemplázase en el número 4) del inciso décimo octavo, el guarismo "15%" por "20%".

Como fuera mencionado, la Ley permite que los fondos de pensiones inviertan en instrumentos de deuda no inscritos en el Registro de Valores que lleva la CMF, lo que les permitiría contar con una mayor diversificación y gestionar carteras con una mejor combinación riesgo-retorno.

A su vez, la Ley permite al Banco Central modificar los límites actualmente vigentes para que inviertan en instrumentos financieros alternativos (por ejemplo, bienes raíces y deuda de empresas de menor tamaño e incluso emprendimientos). Sobre este último punto, la inversión en activos alternativos asciende actualmente a más de US\$8.675 millones, esto es, un 4,25% de los activos del sistema financiero.

Con la Ley el Banco Central determina el límite máximo de inversión en activos alternativos, dentro de un rango determinado por la ley, no controlando el límite a su arbitrio por norma. En particular, el límite pasó de 15% a un 20% de la cartera administrada.

Aspectos Relativos a las Compañías de Seguros

Las Compañías de Seguros seguirán una regulación prudencial en relación con el reparto de dividendos, lo cual supedita el reparto a la observancia de una razón de solvencia de la compañía.

Se entrega flexibilidad a la CMF para determinar el límite máximo de endeudamiento financiero dentro de un rango determinado.

Se modifican normas relativas a la clasificación de riesgo que requieren ciertas inversiones representativas de reserva técnica y patrimonio de riesgo.

Se modifican las normas aplicables para el tratamiento de excesos, en caso de que se superen los límites establecidos para las inversiones representativas de reserva técnica y patrimonio de riesgo.

Artículo segundo. Modificase el decreto con fuerza de ley N° 251, de 1931, del Ministerio de Hacienda, sobre Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio, en el siguiente sentido:

1) Reemplázase el derogado artículo 2, por el siguiente:

"Artículo 2°. Las compañías no podrán efectuar disminuciones de capital ni distribuir dividendos si con ello dejan de cumplir los requerimientos patrimoniales y de solvencia establecidos en los artículos 1 y 15 de esta ley. De igual manera, no podrán efectuar disminuciones de capital las compañías que presenten una razón

de fortaleza patrimonial, definido como patrimonio sobre el patrimonio de riesgo requerido, inferior a 1,2 veces. La distribución de dividendos se sujetará a las siguientes reglas:

- a) Si la razón de fortaleza patrimonial fuere mayor o igual a 1,1 veces y menor a 1,2 veces, la compañía podrá repartir como máximo el 50% de las utilidades.
- b) Si la razón de fortaleza patrimonial fuere menor a 1,1 veces, la compañía no podrá repartir dividendos.

Esta disposición predominará sobre cualquier otra establecida a este respecto."

2) Modificase el artículo 15, de la siguiente manera:

- a) Reemplázase en su inciso segundo la palabra "Superintendencia" por "CMF".
- b) Reemplázase en su inciso tercero la frase "de una vez el patrimonio" por "de 1,5 veces el patrimonio. El rango de posibles valores que podrá tomar dicho endeudamiento será fijado por la CMF, mediante norma de carácter general. En todo caso, el límite que se fije no podrá ser inferior a una vez el patrimonio. La mencionada norma establecerá las bases técnicas para la medición del endeudamiento en las aseguradoras, para efectos de la aplicación de este límite. En tanto no se emita la norma, el límite será de 1 vez el patrimonio.

3) Reemplázase el N° 1 del inciso segundo del artículo 21, por el siguiente:

"1. Los instrumentos de la letra b) del N° 1 deberán encontrarse clasificados, de conformidad a lo dispuesto en la ley N° 18.045, según lo establezca la CMF, de acuerdo a norma de carácter general."

4) Modificase el artículo 23, de la siguiente manera:

- a) Reemplázase la letra b) del N° 1, por la siguiente:
"b) 5% del total, para la suma de la inversión en los instrumentos de la letra c) del N° 1, que no se encuentren inscritos en el Registro de Valores de la CMF, o que, estando inscritos, no cuenten con clasificación de riesgo conforme a la ley N° 18.045, o que esta clasificación de riesgo sea inferior a la que defina la CMF, de acuerdo a norma de carácter general. Se exceptuarán de este límite, aquellos instrumentos emitidos por empresas nacionales, fuera del país, que cuenten con clasificación de riesgo internacional igual o superior a BBB. No obstante, lo anterior, la CMF podrá excluir de este límite a ciertos instrumentos que no se encuentren inscritos en el mencionado Registro, siempre que éstos cumplan con las condiciones que para este propósito aquélla establezca por una norma de carácter general."
 - b) Reemplázase la letra j) del N° 1, por la siguiente:
"j) 5% del total, para la suma de la inversión en los instrumentos de las letras a) y b) del N°3, que presenten una clasificación de riesgo internacional que sea inferior a la que defina la CMF, de acuerdo a norma de carácter general."
 - c) Reemplázase la letra a) del N° 2, por la siguiente:
"a) 25% del total, para la suma de la inversión en aquellos instrumentos comprendidos en las letras b) y c) del N°1, que presenten una clasificación de riesgo que sea inferior a la que defina la CMF, de acuerdo a norma de carácter general, o que, en el caso de instrumentos de la letra c) del N° 1, no presenten clasificación de riesgo;"
- 5) Reemplázase el artículo 24 bis por el siguiente:

"Artículo 24 bis.- Si una inversión representativa de reservas técnicas o de patrimonio de riesgo o un conjunto de ellas sobrepasaren alguno de los límites de diversificación establecidos en esta ley, el exceso no será aceptado como respaldo de dichas reservas ni del patrimonio de riesgo. Tampoco serán aceptadas aquellas inversiones que dejaren de cumplir los requisitos señalados en esta ley para ser representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo. Sin embargo, si el exceso por sobre alguno de los límites de diversificación o la pérdida de representatividad, se produjeren por causas no imputables a la compañía, el exceso o las inversiones afectadas, podrán seguir respaldando las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo, por un plazo no superior a seis meses, a contar de la fecha en que se produjo el exceso o el cambio en la clasificación de riesgo, según corresponda. Dicho plazo podrá prorrogarse una sola vez, por un plazo máximo de seis meses, por resolución fundada de la CMF. Transcurrido el plazo original o la prórroga, según sea el caso, el exceso o las inversiones afectadas no serán aceptadas como respaldo de reservas técnicas ni de patrimonio de riesgo. Si el exceso de inversión es imputable a la compañía, dicho exceso no será aceptado como respaldo de reservas técnicas ni de patrimonio de riesgo. De igual manera, en caso de adquirir la compañía nuevos instrumentos que no cumplan con el requisito de clasificación de riesgo durante dicho período, la compañía no podrá usarlos para respaldar sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo. Lo anterior, es sin perjuicio de las sanciones que por dichos incumplimientos la CMF pudiere aplicar."

El proyecto tiene por objetivo sujetar la repartición de dividendos a medidas prudenciales de solvencia de las compañías aseguradoras, esto es, que no se normen específicamente parámetros de solvencia, sino que sean esas mismas entidades las que las determinen demostrando que la gestión de riesgo que guían sus procesos de inversión son lo suficientemente robustos para hacer frente a las fluctuaciones del mercado, ya sean estas normales o inusuales.

Esto cobra especial relevancia en el contexto actual de crisis, toda vez que, al hablar de situaciones especiales de estrés en los mercados financieros, es precisamente este tipo de eventos el que se tendría en mente.

La mencionada gestión de riesgos y la flexibilización que suponen estas medidas prudenciales sería una atribución específica otorgada por la ley a la CMF, la cual determinaría los niveles máximos (no específicos) de endeudamiento financiero asociados a diferentes "niveles" de riesgo que asuma la compañía. Así mismo, la CMF regla las consecuencias de superar los límites establecidos en la primera normativa mencionada.

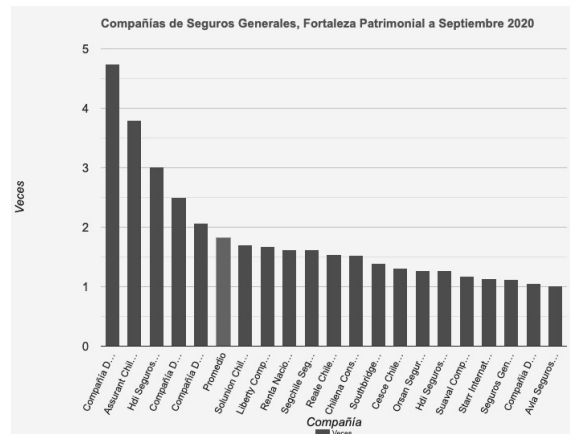
Lo anterior tiene especial relevancia toda vez que las compañías de seguros representan una de las instituciones inversionistas que reportan los mayores volúmenes del país, junto con los fondos de pensiones, en términos de bonos locales.

En la práctica, el reparto de dividendos quedaría sujeto a que si la razón de fortaleza patrimonial se encuentra entre:

Razón de fortaleza patrimonial	Reparto de dividendos
<1,1	0% utilidades
1,2	50% utilidades

Además, para una disminución de capital, la razón de fortaleza patrimonial debería ser igual o superior a 1,2.

Cabe considerar que, de acuerdo con datos de la CMF, esa razón es superior a uno por todas las compañías de seguros.



En relación con la fortaleza patrimonial, la CMF cuenta con una matriz de riesgo de acuerdo con la cual, la evaluación de riesgos en las compañías aseguradoras se realiza sobre la base de la matriz de riesgos -que se detalla en el siguiente punto- cuyo objetivo es establecer una metodología común y estructurada para el análisis de los riesgos en las compañías.

La matriz de riesgos considera un análisis separado de los tres principales aspectos que definen la situación de solvencia de una aseguradora: el riesgo inherente que enfrenta en sus principales actividades y negocios, la gestión y control que realiza de estos riesgos y su fortaleza patrimonial y de generación de utilidades; para finalmente, y sobre la base de la combinación de estos factores, llegar a una nota de riesgo única para la compañía.

Aspectos Relativos al Mercado de Valores

Establece un mecanismo de inscripción automática de títulos de deuda (bonos), en el Registro de Valores que lleva la CMF. Lo anterior requiere que:

1. el emisor ya se encuentre inscritos en el Registro, y
2. el emisor presente una solicitud de inscripción que cumpla con los requisitos establecidos por la CMF.

Además, en relación con las juntas de accionistas, se acortan los plazos para la citación, otorgando a la CMF atribuciones para establecer nuevas formas para citar.

Artículo tercero. Modifícase la ley N° 18.045 de Mercado de Valores, en el siguiente sentido:

"Artículo 8° bis.- Los títulos de deuda que emitan emisores ya inscritos en el Registro de Valores y que cumplan con las características o condiciones que establezca la Comisión mediante norma de carácter general, ya sea respecto del emisor, la emisión, la colocación o del inversionista al que se dirige la oferta, entre otras, podrán acogerse a la modalidad de registro automático establecido en este artículo.

Para tal efecto, el emisor deberá presentar los antecedentes con la información que la Comisión establezca, mediante norma de carácter general, de cada título de deuda o línea de títulos de deuda y, en su caso, de las modificaciones respectivas. A partir del día hábil siguiente de efectuado el pago de derechos por la solicitud de inscripción, quedarán inscritos en el Registro de Valores por el solo ministerio de la ley, los títulos de deuda de emisores inscritos cuya petición y pago de los derechos correspondientes sea efectuada a través del sistema o procedimiento de inscripción automática que esa Comisión establezca para tal efecto."

Artículo cuarto. Modifícase la ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, en el siguiente sentido:

1) Modifícase el artículo 25, de la siguiente manera:

a) Reemplázase en su inciso primero, la frase "y de debentures" por la frase ", incluido el acordado para la emisión de debentures".

b) Agrégase en el inciso final, la siguiente frase final:

"La renuncia se podrá efectuar en la misma junta de accionistas en que se acuerde el aumento de capital o emisión de debentures o valores convertibles en acciones, o en la forma y condiciones que determine el Reglamento."

2) Modifícase el artículo 59, de la siguiente manera:

a) Reemplázase en su inciso primero, la frase "en el tiempo," por la frase "con una anticipación mínima de diez días a la fecha de la celebración de la junta, en la".

b) Reemplázase su inciso segundo, por el siguiente:

"En las sociedades anónimas abiertas, además, con la misma anticipación mínima y en la forma que establezca la Comisión por norma de carácter general, deberá difundirse el hecho que se realizará una junta de accionistas, con indicación de la fecha, una referencia a las materias a ser tratadas en ella e indicación de la forma de obtener copias íntegras de los documentos que fundamentan las diversas opciones sometidas a su voto, los que deberán, además, ponerse a disposición de los accionistas en el sitio web de las sociedades que dispongan de tales medios."

3) Reemplázase el inciso primero del artículo 63, por el siguiente:

"Art. 63. Las sociedades anónimas abiertas deberán comunicar a la CMF la celebración de toda junta de accionistas, con una anticipación no inferior a diez días."

En la actualidad, para hacer oferta pública de instrumento de valores se requiere de una serie de documentos, tiempo e incurrir en costos que pueden hacer al mercado de bonos poco atractivo para empresas, sobre todo de menor tamaño.

La Ley N°18.045 de Mercado de Valores reguló la oferta pública de valores, estableciendo que, previo a toda oferta de este tipo, se requiere de la inscripción tanto del valor como su emisor. Para efectos que el público pueda conocer aquellos valores sobre los que se puede hacer oferta pública, se instruyó a la CMF el mantenimiento de un registro público (el Registro de Valores), en el cual quedan anotados tanto el valor como su emisor.

A su vez, con el objeto de que quienes adquieran esos instrumentos puedan contar con suficiente información para

determinar el precio de compra o venta formados en el mercado, los emisores inscritos quedan obligados a difundir toda información esencial y sometidos a la fiscalización de la CMF, a partir de la fecha de su inscripción.

En complemento de esa obligación, la ley establece que, quien entregue información maliciosamente falsa al mercado (ya sea con motivo de la inscripción del valor, de una oferta pública o colocación de valores; o con la intención de manipular al mercado o inducir a la compraventa de valores), será sancionado administrativa y penalmente.

Para efectos de la inscripción del valor, el solicitante debe acompañar los antecedentes exigidos por ley o por normas emitida por la CMF. Tales antecedentes dependen del tipo de valor a inscribir, contemplándose para el caso de títulos de deuda de largo plazo, que la solicitud acompañe el contrato de emisión, las clasificaciones de riesgo en caso de que la oferta se dirija al público en general (si la oferta estará dirigida sólo a inversionistas institucionales, la clasificación de riesgos es voluntaria), y los demás antecedentes que exija la CMF por norma.

Además, en el caso de esos títulos de deuda, se requiere que, con posterioridad a la inscripción del valor, el emisor mantenga actualizada la clasificación de riesgo.

Una vez inscrito el valor (y el emisor), puede ser ofrecido públicamente. En caso de que se empleen folletos o prospectos para esa oferta pública, tales antecedentes deben ser remitidos a la CMF previo a su difusión.

Con ese mismo objetivo, la Ley permite reducir los tiempos destinados al proceso de verificación de la completitud de la información remitida con motivo del proceso de inscripción (que suele tomar en promedio 30 días hábiles para la CMF), además del tiempo que tomará quien lo solicite en subsanar las observaciones que ésta le formule. Por eso se establece un sistema alternativo de inscripción automática.

Con la nueva inscripción automática, la única diferencia que existiría entre ambos sistemas de inscripción (artículos 8 y nuevo 8°ter, ambos de la Ley de Mercado de Valores), sería que la CMF no revise la completitud de los antecedentes presentados con motivo de la solicitud, previo a la inscripción del valor.

Lo anterior, sin perjuicio de que la CMF siempre estará facultada para revisar esos antecedentes, representar eventuales incumplimientos e impedir que el emisor incumplidor pueda seguir empleando la modalidad automática (por la vía de las exigencias contempladas en la normativa respectiva).

ANÁLISIS DE ALTERNATIVAS Y MEJORAS

La Ley efectivamente es una modernización del mercado financiero chileno, a la vez que cautela la estabilidad y correcto funcionamiento del mercado, la interacción de sus agentes y la protección de los inversionistas. Por una parte, provee nuevas alternativas de inversión y, por otra, otorga

atribuciones y límites para que los reguladores del mercado puedan monitorear a sus fiscalizados y, en función de ello, adopten una política regulatoria y de supervisión ad hoc a cada escenario económico.

En general, la Ley no supone gastos adicionales para el sector público ni para el privado. Por el contrario, supondría una mejor relación entre retornos y riesgos por parte de los fondos de pensiones, mayores resguardos en relación con la gestión de riesgos de las compañías de seguros, y una simplificación de los procedimientos actualmente vigentes, esto es, un ahorro de tiempo y de recursos.

De manera particular para el financiamiento de empresas, la inscripción automática de títulos de deuda es un avance importante para simplificar procedimiento que, si bien en un momento habrían resguardado la integridad y buen funcionamiento del mercado, hoy parecen desactualizados e innecesariamente gravosos.

Sin desmedro de lo anterior, cabe hacer una reflexión sobre el financiamiento de qué empresas hace la ley, y la oportunidad se podría estar retrasando.

Financiamiento de Empresas

Entre los propósitos de la Ley está permitir que para las empresas sea viable recurrir al mercado de emisión de títulos de deuda en términos de celeridad, lo que parece quedar satisfecho con el nuevo mecanismo de inscripción automática. Sin embargo, cabe tener presente una reflexión en torno a qué entiende por "empresas".

El proyecto de ley habla de "empresas" en un término genérico, en circunstancias que, en rigor, las empresas que podrían beneficiarse por las modificaciones introducidas por la Ley al marco regulatorio vigente son un grupo selecto de entidades emisoras ("empresas" en término acotados), estas son, aquellas ya inscritas en el Registro de Valores de la CMF y que, por lo tanto, ya han cumplido con las exigencias de constitución e información requeridas para dicha inscripción, exigencias que ya en el mismo proyecto de ley se reconocía gravosas y lenta.

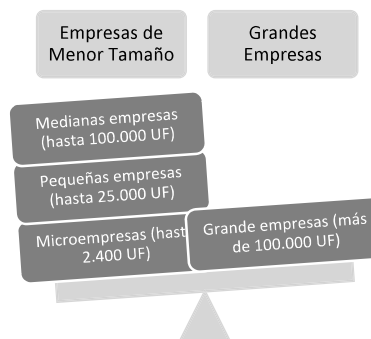
La Ley estaría dejando de lado consideraciones válidas para el amplio segmento de empresas de menor tamaño.

De acuerdo con la Ley 20.416 artículo segundo, las empresas de menor tamaño son las microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas, siguiendo el criterio de clasificación por ingresos anuales por ventas y servicios y otras actividades del giro:

- Microempresa: aquellas con ingresos anuales por ventas y servicios y otras actividades del giro de hasta 2.400 UF en último año calendario.
- Pequeña Empresa: aquellas entre con ingresos anuales por ventas y servicios y otras actividades del giro entre 2.401 y 25.000 UF en último año calendario.
- Mediana Empresa: aquellas con ingresos anuales por ventas y servicios y otras actividades del giro entre 25.001 y 100.000 UF en último año calendario.

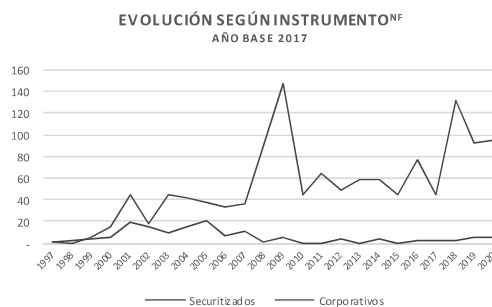
Además, la misma ley considera Empresa Grandes a aquellas con ingresos anuales por ventas y servicios y otras actividades del giro sobre las 100.000 UF en último año calendario.

La importancia de las empresas de menor tamaño radica en su número y la masa de empleo que generan. De acuerdo con el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo de Chile, a marzo de 2020 (con la llegada del COVID), las empresas de menor tamaño, en Chile, correspondían a más del 98% de las empresas, las que otorgan trabajo a más de 50% de las personas empleadas en Chile.



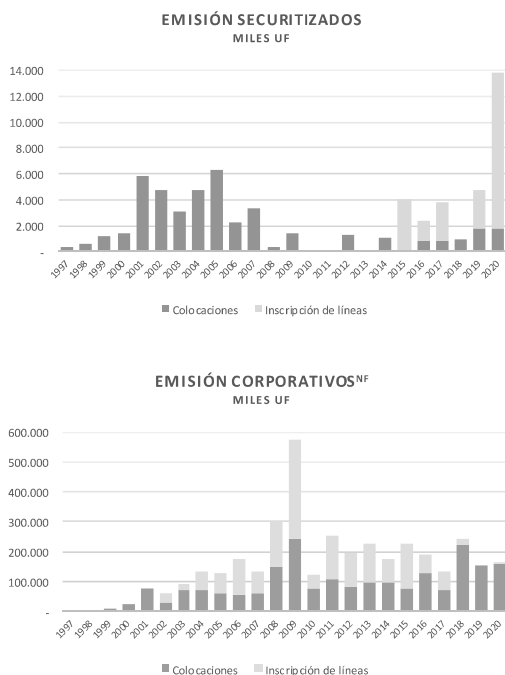
La revisión de las estadísticas públicas presentadas por la CMF muestra que la Ley apunta a empresas grandes. Existe una brecha diametral entre el mercado de instrumentos de deuda securitizado (incluye créditos bancarios de empresas de menor tamaño), y el de deuda corporativa (la que incluye empresas grandes, precisamente las emisoras de bonos).

Por un parte, en términos de UF colocadas en 1997 (inscritas y emitidas), el monto total en emisiones es 6 veces mayor en 2020 para instrumentos securitizados, mientras que en el caso de colocaciones de deuda corporativa la misma relación llega a 95 veces. La gráfica a continuación permite identificar la amplia asimetría de crecimiento entre los títulos de deuda entre los que quedan comprendidos las empresas de menor tamaño (recta en rojo del próximo gráfico) y los que incluyen deuda de empresas grandes (recta en azul del próximo gráfico).



En la misma línea, las colocaciones de deuda securitizada totales en términos de UF alcanzaron 2.000.000 de UF, mientras que para el caso de la deuda corporativa el total fue de más de 150.000 UF. Lo anterior sumado a un decrecimiento promedio de las emisiones securitizadas, a la vez que un crecimiento promedio de las emisiones corporativas.

Gráficos monto de colocaciones e inscripciones de líneas



Aún más, en términos de número de colocaciones y monto promedio de cada una de esas colocaciones, en el caso de deuda securitizada el orden de magnitud es de alrededor de cinco emisiones (eje secundario del gráfico) con un promedio de colocación en torno a las 400 UF (eje principal en recta). En el caso de deuda corporativa, dichos valores alcanzaron las 50 emisiones con un promedio de colocación de aproximadamente 3,5 millones UF.

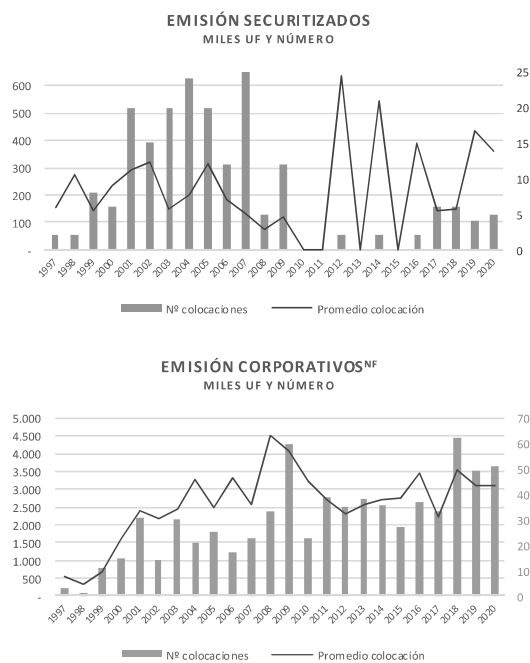
Dicho lo anterior, es posible determinar que el mercado de títulos de deuda securitizada no tiene la profundidad ni mecanismos suficientes para concluir que resulte atractivo para que las empresas de menor tamaño se financien o, en otras palabras, que existan emisores de instrumentos de dicha naturaleza que hagan de intermediarios para que dicha categoría de empresas encuentre financiamiento.

La reflexión llama a considerar algún mecanismo de financiamiento distinto al propuesto por la Ley que logre que las empresas de menor tamaño encuentren financiamiento a través del mercado financiero.

En ese sentido, es interesante considerar una tendencia internacional que tiene ese propósito, este es, las Fintech y, en particular, el Crowdfunding.

Existen documentos que han evidenciado la capacidad del Crowdfunding, como parte de una flexibilización del marco regulatorio del mercado de valores, para beneficiar tanto a emprendimientos como empresas de menor

Gráficos número de colocaciones y su monto promedio



tamaño, en términos de promover una instancia que les permita encontrar financiamiento a un menor costo que el que implica participar en el mercado tradicional³.

Regulación del Crowdfunding

De acuerdo con la organización que reúne a los reguladores de los mercados de valores (la International Organization of Securities Commissions, IOSCO), las Fintech (por el acrónimo en inglés para "Financial Technologies") corresponden a una diversidad de tecnologías emergentes y modelos de negocios innovadores que tendrían el potencial de transformar la industria financiera. De manera particular, el Crowdfunding es la intermediación de quienes disponen de recursos y entidades o personas que los requieren, lo que se materializa mediante una plataforma de Crowdfunding.

La tendencia internacional de Crowdfunding queda cuantificada en una publicación de 2017 de Finnovista y el Banco Interamericano de Desarrollo. Esa publicación identificó 703 emprendimientos Fintech en Latinoamérica y el Caribe, entre los cuales 180 entidades (25,6% del total) corresponden a plataformas de Crowdfunding, con montos intermediados que crecieron un 161% de 2014 a 2016⁴. Lo anterior la posiciona como el primer segmento de relevancia entre las Fintech, continuándole las aplicaciones de soluciones de pago, que representan un 25,2% de los emprendimientos Fintech.

³ Por ejemplo la publicación del Banco Interamericano de Desarrollo "Digital Finance: New Times, New Challenges, New Opportunities" (2017) y la de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo: "Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard" (2018)

⁴ Ziegler, T., Reedy, E., Le, A., Zhang, B., Kroszner, R., & Garvey, K. (2017). The Americas Alternative Finance Industry Report. Hitting Stride. Cambridge Centre for Alternative Finance at Cambridge Judge Business School, Polsky Center for Entrepreneurship and Innovation at the University of Chicago.

A nivel nacional, la CMF publicó en febrero de 2019 un Whitepaper sobre Lineamientos Generales para la Regulación del Crowdfunding y Servicios Relacionados. De acuerdo con esa publicación, las Fintech se habrían materializado en un conjunto de actores caracterizados por *prestar servicios soportados en innovaciones tecnológicas o por ser procesos intensivos en tecnología, lo que les ha ido permitiendo completar o modificar la cadena de valor tradicional de financiamiento.*

En su publicación la CMF sintetiza el Crowdfunding como un modelo de negocios que intermedia empresas que buscan financiamiento e inversionistas que i) participan incentivados por una eventual recompensa no financiera, normalmente asociada al producto o servicio que proveerá el proyecto que se financia, o la sola retribución de haber apoyado una causa (una donación) o ii) buscan una retribución financiera que obtendrán por el proyecto. En ese último caso la retribución financiera puede corresponder a la emisión de acciones, en cuyo caso se ha denominado Equity Crowdfunding, o mediante deuda que retribuye intereses, en cuyo caso se ha denominado Lending Crowdfunding⁵.

Necesidad de Regular del Crowdfunding

El Whitepaper de la CMF, plantea la problemática que genera el que el marco regulatorio aplicable a los servicios financieros prestados en Chile sostenga, ordene y estructure un modelo "tradicional", en el que *existe una oficina instalada donde se contactan de manera presencial los oferentes y demandantes o contratantes de servicios financieros, y donde múltiples servicios son ofrecidos de manera integral por una misma empresa.*

De acuerdo con la mencionada publicación del regulador, no solo en relación con el Crowdfunding sino con las Fintech en general, el marco regulatorio vigente generaría, al menos, las siguientes consecuencias:

- *Quienes quieren prestar un servicio que no se encuentre expresamente regulado como tal en la ley, no tengan certeza jurídica respecto de cuáles son las reglas que son aplicables al servicio que prestarán y, por ende, si con su actuación podrían estar transgrediendo la ley, lo que a su vez redundaría en una incapacidad para evaluar la conveniencia de llevar o no a cabo esa actividad⁹;*
- *Quienes opten por prestar ese servicio estén expuestos a una eventual persecución y sanción administrativa, civil o penal;*
- *Quienes tienen a cargo la supervisión prudencial y de conducta del servicio que está siendo prestado y que no es claramente subsumible en la legislación especial*

del servicio financiero regulado, tengan dudas razonables respecto a si procede o no la persecución y sanción de esas actividades;

- *Quienes contratan esos servicios como clientes o usuarios puedan tener una errada percepción respecto a la calidad de regulado del prestador de esos servicios y, por tanto, de las protecciones legales que le son aplicables, y*
- *Quienes contratan esos servicios de una plataforma no tengan claridad respecto a la persona que estará obligada a reparar eventuales perjuicios experimentados por el cliente o usuario. Por ejemplo, tratándose de pérdidas o perjuicios ocasionados por un algoritmo mal diseñado, si éste fue desarrollado por una empresa distinta de la que lo comercializa o emplea, más aún, si fue el propio usuario el que descargó gratuitamente el software que lo empleaba, aceptando las condiciones de servicio y uso aplicables al mismo.*

De lo anterior se desprende la necesidad de regular el modelo de negocios establecido por las plataformas de Crowdfunding, como medio para financiar empresas de menor tamaño, toda vez que el crecimiento de ese mercado requiere la provisión de certeza jurídica para los proveedores de plataformas y la protección de los inversionistas involucrados en dichas plataformas.

En línea con la mencionada literatura que evidencia los beneficios que promueve el Crowdfunding para las empresas de menor tamaño, el Whitepaper de la CMF expone la visión del regulador chileno, reconociendo que, al cumplir un objetivo similar al mercado tradicional, ese modelo se haría cargo en parte de las necesidades de financiamiento de empresas de menor tamaño.

Advertencia de la Regulación del Crowdfunding

Como fuera mencionado, el Crowdfunding surge de un fenómeno mayor que ha venido ocurriendo en el mercado financiero, este es, el desarrollo de las Fintech.

Ese desarrollo responde a nuevas capacidades tecnológicas, las que permiten proveer servicios financieros más rápidos y menos costosos, y a la aparición de modelos de negocio como el Crowdfunding.

A su vez, ese desarrollo surge espontáneamente en el mercado, lo que permite identificar una brecha entre el mercado tradicional y la necesidad de que el perímetro regulatorio del mercado de capitales se amplíe.

Ahora bien, cabe tener presente, al menos, dos advertencias al momento regular el mercado del Crowdfunding. Por una parte, por su desarrollo espontáneo es de esperar que el modelo de negocios y la operativa de las plataformas cambien, evoluciones y/o se ajusten a diferentes ca-

⁵ D. Herrera, 2016. "Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean: A Balancing Act",

BID, Washington DC, septiembre); Kirby, E., & Worner, S. (2014). Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. IOSCO.

pacidades, por lo que la regulación debe ser flexible y proveer al regulador la capacidad para modelar un marco normativo ad hoc ante diferentes escenarios.

Por otra parte, la regulación que se establezca debe procurar no eliminar los incentivos que naturalmente han permitido el surgimiento del Crowdfunding. Lo anterior en relación con marco regulatorio que regule las actividades de los proveedores de plataformas de financiamiento colectivo no supusieran un marco regulatorio especial, sino que se le diera espacio en el perímetro regulatorio del que ya se hace cargo la CMF.

En esa línea, el mismo regulador señala en su Whitepaper pilares para esa política pública:

a) Proporcionalidad

Las exigencias serán diferenciadas y proporcionales en función de los riesgos inherentes a las actividades particulares que realice cada entidad. Lo anterior, entendiendo que a medida que la entidad se vea enfrentada a mayores riesgos dado el negocio que realiza, sus requisitos o exigencias serán mayores.

b) Neutralidad

La regulación no generará asimetrías regulatorias entre aquellas entidades intensivas en tecnología o aquellas que empleen en menor medida la tecnología, ni estará concebida sobre la base del empleo de cierta tecnología en particular. Además, considerará que las actividades pueden ser realizadas tanto por personas naturales como de manera automatizada por algoritmos que pueden cambiar dinámicamente.

c) Integralidad

Para que la regulación aplicable al Crowdfunding cumpla su finalidad, no solo debe abordar los aspectos propios de la actividad por sí sola, sino que además debe regular los servicios y aspectos conexos para permitir a las empresas generar economías de escala o de ámbito, y mejorar su competitividad a nivel local y regional.

d) Modularidad

La regulación reconocerá que el servicio que tradicionalmente se prestaba de manera integral, con la tecnología se puede descomponer y, por tanto, que pueden existir prestadores de servicios que solo realicen un componente de la cadena de valor del servicio tradicional, razón por la cual las exigencias que la entidad deberá cumplir tendrán directa relación con los distintos componentes (módulos) que vaya a realizar.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

El 19 de octubre de 2020 se publicó la Ley 21.276 que modifica distintas leyes con el fin de cautelar el buen funcionamiento del mercado financiero, como parte del paquete de medidas para hacer frente al impacto económico del COVID.

En términos generales, esa ley modificó el marco regulatorio de las compañías de seguros, ajustando los parámetros relacionados con reserva y fortaleza patrimonial; los fondos de pensiones, autorizando nuevas alternativas de inversión, y de los emisores de valores de oferta pública, creando un modelo de inscripción automática de instrumentos de deuda para los emisores ya inscritos en el Registro de Valores que lleva la CMF.

En ese último caso, la Ley se basó en que, en el contexto sanitario, las empresas han requerido y requerirán financiamiento y que, junto con otras medidas, el mercado de capitales puede ser una buena alternativa.

Sin desmedro de la validez de lo anterior y los efectivos beneficios que implica la Ley para los actores de ese mercado, las estadísticas cuentan que por empresas se debe entender más bien empresas de mayor tamaño, grandes emisores de valores. No así para empresas de menor tamaño.

Considerando la importancia de las empresas de menor tamaño para la economía chilena (las que generan más de la mitad de los empleos), es relevante impulsar políticas públicas que mejore el acceso al financiamiento.

La comunidad internacional ha evidenciado un creciente modelo de negocios que ha sido efectivo para la obtención de financiamiento por parte de empresas de menor tamaño, este es, el Crowdfunding. Este último, es un modelo de negocios en que un proveedor de una plataforma tecnológica intermedia entre quienes necesitan recursos (sea para fundar un emprendimiento o para otras necesidades como capital de trabajo), y quienes cuentan con esos recursos y están dispuestos a invertirlos.

Los reguladores del mercado financiero chileno no solo ajenos a esa tendencia, sino que han dado avances para el establecimiento de un marco regulatorio claro que provea certeza jurídica a los actores de ese mercado (proveedores de plataformas, inversionistas y emprendedores), promueva la protección de los inversionistas y emprendedores y, en última instancia, permita que ese mercado se desarrolle sanamente.

Ese tipo de política pública debiera ser puesta en marcha sobre la base de que el escenario económico próximo requerirá de más alternativas de financiamiento, sobre todo para empresas de menor tamaño.

En esa línea, es clave el establecimiento de un marco regulatorio que no "ahogue" los incentivos que naturalmente han permitido la aparición y actual desarrollo del Crowdfunding en Chile.

METODOLOGÍA SEGUIDA

El presente informe se desarrolla a partir de la revisión del Bolefín N° 13.56405, que contiene el proyecto presentado para la tramitación legal de la Ley, iniciado en Mensaje de S. E. el Presidente de la República N° 073368.

Adicionalmente, se hará revisión del marco regulatorio relacionado con la problemática del proyecto de ley, estos es, al menos:

- El Decreto Ley N° 3.500 que establece un sistema de pensiones de vejez, de invalidez y sobrevivencia derivado de la capitalización individual obligatoria en una administradora de fondos de pensiones (AFP);
- El Decreto con Fuerza de Ley 251 de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio;
- La Ley 18.045 sobre Mercado de Valores;
- La Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas;
- El Decreto Ley N° 3.538 que Crea la CMF (como parte de las atribuciones y obligaciones que tiene la autoridad fiscalizadora y regulador del mercado de valores),
y
- La NCG N° 30 que establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el Registro de Valores.

Además, se revisa el informe normativo con el que se modificó la NCG N° 30 de la CMF con modificaciones temporales y permanentes a los requisitos de inscripción y divulgación de información de los emisores de valores de oferta pública y sus instrumentos. Ese informe final fue puesto en consulta pública entre el 12 y el 22 de mayo de 2020 y, entre otros contenidos, presenta la visión y opinión del mercado sobre la normativa emitida.

Por último, se espera contar con la opinión del Intendente del Mercado de Valores, Patricio Valenzuela, y los miembros del Consejo de la CMF.