

REFORMAS LEGALES DEL MERCADO DE VALORES EN CHILE: 1974-2007 *

Vicente Lazen Jofré*

Superintendencia de Valores y Seguros- Chile

Este artículo analiza las sucesivas reformas legales que han contribuido al estado actual del mercado de valores en Chile. Para ello se ofrece una reseña de la evolución del mercado de valores chileno desde una perspectiva histórica, con énfasis en los cambios legales sufridos. El periodo examinado va desde el año 1974 hasta la actualidad.

Este trabajo analiza en el periodo que media entre los años 1974 a 1982, durante el cual se dio inicio a una liberalización del mercado financiero y durante el cual se sentaron las bases de una nueva regulación del mercado de valores, principalmente las nuevas leyes del mercado de valores y de sociedades anónimas. Acto seguido se analiza el periodo que media entre 1983 y 1990, caracterizado por la recuperación de la actividad del mercado de valores y el perfeccionamiento y reforzamiento de la regulación. Asimismo, el análisis del período entre 1990 y el año 2000, analiza la expansión y la internacionalización del mercado de valores chileno, haciendo énfasis en la reforma legal promulgada en 1994. Por último, se hace un análisis del periodo que comienza en el año 2000 hasta el día de hoy, y durante el cual podríamos identificar una tercera generación de reformas. Finalmente se ofrece una propuesta de clasificación de las reformas en base a las motivaciones que las autoridades tuvieron al momento de su diseño y promulgación.

La importancia práctica de este trabajo radica en el hecho de ofrecer un ejemplo de desarrollo legal en un mercado emergente, constituyendo esta experiencia un insumo para las autoridades del mercado de valores y para diseñadores de políticas en otros países. Este artículo lleva a cabo esa tarea en forma inédita al estudiar los cambios de legislación chilena en forma cronológica, siendo contextualizado además con el desarrollo de la industria en el periodo respectivo.

JEL: K2

Keywords: Valores, regulación, Chile,

* Artículo publicado en el Libro “[Derecho Bursátil Contemporáneo- Temas Selectos](#)”. Editorial Porrúa e Instituto Tecnológico Autónomo de México, ITAM. Mayo 2008.

** <https://www.linkedin.com/in/vicentelazen/>

<u>INTRODUCCION</u>	<u>3</u>
<u>1 1974-1982 LIBERALIZACIÓN DEL MERCADO Y BASES DE UNA NUEVA REGULACIÓN</u>	<u>3</u>
1.1 CONTEXTO	3
1.2 LAS NUEVAS LEYES DEL MERCADO DE VALORES Y DE SOCIEDADES ANÓNIMAS: PILARES FUNDAMENTALES	4
1.3 LA RECESIÓN Y CRISIS FINANCIERA DE 1982	6
<u>2 1983-1990 RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y PERFECCIONAMIENTO DE LA REGULACIÓN</u>	<u>7</u>
2.1 CONTEXTO	7
2.2 NUEVAS REFORMAS A LAS LEYES DE VALORES Y DE SOCIEDADES ANÓNIMAS Y OTRAS	9
<u>3 1990- 2000 EXPANSIÓN E INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES</u>	<u>11</u>
3.1 CONTEXTO	11
3.2 LA REFORMA AL MERCADO DE VALORES DE 1994	12
3.3 EL CASO CHISPAS	13
<u>4 2000 TERCERA GENERACIÓN DE REFORMAS</u>	<u>14</u>
4.1 CONTEXTO	14
4.2 LA REFORMA DE LA LEY DE OPAS Y GOBIERNOS CORPORATIVOS	15
4.3 LAS REFORMAS AL MERCADO DE CAPITALES I Y II	16
<u>5 REFLEXIONES Y CONCLUSIÓN</u>	<u>17</u>
5.1 EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES	17
5.2 LAS MOTIVACIONES DE LAS REFORMAS Y SU SECUENCIA	18
5.3 CONCLUSIÓN	21

INTRODUCCION

La influencia del Estado sobre los mercados de valores se manifiesta principalmente a través del desarrollo de las leyes. Un análisis contemporáneo de la ley permite identificar los derechos y deberes de los participantes del mercado. Ahora bien, una revisión histórica de la evolución de la regulación nos presenta una mirada complementaria, relacionada a la economía del país, entorno social, éxitos y fracasos del mercado y capacidad de liderazgo de sus autoridades.

Este artículo ofrece una reseña de la evolución del mercado de valores chileno desde una perspectiva histórica, con énfasis en las sucesivas reformas legales que han contribuido al estado actual de este mercado. El periodo examinado va desde el año 1974 hasta la actualidad. La selección de esta etapa tiene su fundamento en razón de las profundas transformaciones económicas que Chile comenzó a experimentar en dicho año y que tuvieron una influencia directa en el mercado de valores.

Con el fin de que esta reseña adopte un mejor sentido, en este artículo se incorpora una mirada al contexto bajo el cual se promulgaron las nuevas leyes, tales como el desarrollo económico y financiero de la época. Este trabajo se estructura de la siguiente manera: Las cuatro primeras secciones hacen referencia a los cuatro periodos sobre los cuales se propone una diferenciación: años 1974 a 1982, 1983 a 1990, 1991 a 2000 y año 2000 en adelante. En una sección final se propone una reflexión retrospectiva en torno a las motivaciones que han dado pie a las reformas.

1 1974-1982 LIBERALIZACIÓN DEL MERCADO Y BASES DE UNA NUEVA REGULACIÓN

1.1 Contexto

El mercado de valores en Chile cuenta con más de un siglo de existencia. La Bolsa de Valores de Santiago y la Bolsa de de Valores de Valparaíso, iniciaron sus operaciones a fines del siglo XIX, mientras que la entidad que las regulaba, la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles, había sido creada en el año 1924. Durante los primeros años de operación fueron empresas navieras, de explotación de salitre y de otros minerales, así como los principales bancos del país, las primeras entidades en listar sus acciones en estas bolsas. Sin embargo, a pesar de su longeva existencia, el mercado de valores chileno no sobresalía por su dinamismo. En el año 1981 la capitalización total del mercado accionario era de US\$ 6.800 millones (21% del Producto Interno Bruto de ese entonces), mientras que el volumen total negociado en acciones durante el mismo año superaba levemente los US\$ 360 millones.

Es entonces cuando en el periodo que media entre los años 1974 y 1982, se producen importantes cambios no sólo en materia de regulación de valores sino que en todos los ámbitos del esquema económico chileno. Esta transformación abarcó la apertura al comercio exterior, la liberalización de los mercados y la centralización del desarrollo económico sobre el sector privado¹. Fue a inicios de la década de los ochenta cuando se

¹ Ver Bardón, Alvaro, Carrasco, Camilo y Vial, Alvaro. "Una Década de Cambios Económicos : La Experiencia Chilena : 1973-1983". Santiago, Editorial Andrés Bello, 1985.

promulgaron las regulaciones que regirían al mercado hasta el día de hoy. Pero también en esta etapa, el mercado de capitales sufrió una dura prueba durante la crisis económica y financiera, la cual dejaría al descubierto las falencias en materia de regulación que serían subsanadas en reformas posteriores.

En el año 1976 se promulgó un marco legal para la inversión extranjera, manifestado en el Decreto Ley 600, vigente hasta hoy en día. Esta ley tuvo como finalidad atraer capital destinado a generar inversión productiva de largo plazo y cuyos principales lineamientos son el trato nacional de las inversiones extranjeras y la invariabilidad tributaria para los inversionistas.

La comentada liberalización de la economía también involucró a la industria bancaria, en donde se liberalizaron las tasas de interés y se eliminaron los racionamientos de crédito. Dichas medidas, en combinación con una rápida apertura de la cuenta de capitales en un contexto de bajas tasas de interés mundiales, contribuyeron a una fuerte expansión de los créditos bancarios, los cuales se cuadruplicaron entre 1974 y 1982.

Paralelamente, fue durante el lapso que media 1974 entre 1981 en donde se ejecutó la primera fase de privatizaciones de empresas en manos del Estado en Chile. Dichas empresas eran principalmente aquellas estatizadas durante el anterior gobierno socialista de Salvador Allende, de manera que la mayoría fueron devueltas a sus propietarios originales y no enajenadas en el mercado público de valores.

En el año 1980 fue promulgado el Decreto Ley 3.500 que “Establece un Régimen de Previsión Social derivado de la Capitalización Individual, Nuevo Sistema de Pensiones”. Esta fue probablemente una de las reformas legales más importantes del mercado de capitales, porque creó el sistema de capitalización individual en base a la constitución de fondos de pensiones gestionados por las “Administradoras de Fondos de Pensiones”, las AFP. La reforma eliminaba el modelo de reparto e implantó uno de capitalización individual, bajo el cual los aportes de los trabajadores son invertidos en una cuenta por afiliado y estos recursos, son a su vez invertidos en instrumentos del mercado de capitales. Las primeras AFP hicieron su aparición en 1981.

Durante el mismo año 1980 se promulgó el Decreto Ley 3.057 el cual dio inicio a la liberalización del mercado asegurador estableciéndose la apertura del mercado a empresas extranjeras, la eliminación de la fijación de tarifas y el fin del monopolio estatal del reaseguro, permitiéndose la creación de reaseguradoras privadas y la contratación de reaseguro en el extranjero.

1.2 Las nuevas leyes del mercado de valores y de sociedades anónimas: pilares fundamentales

La primera reforma legal en materia del mercado de valores, se refiere a la regulación de fondos mutuos, por medio de la promulgación del Decreto Fuerza Ley (DFL) 1.328 de 1976, que aunque no modificó sustancialmente las normas existentes sobre la materia, se consolidó como el cuerpo legal que regiría esta industria hasta el día de hoy. El DFL 1.328 reordenó y precisó las normas sobre la materia contenidas en el entonces derogado DFL 324 de 1960, en relación a capital inicial de las sociedades administradoras, separación patrimonial del fondo, número mínimo de participantes, reglamentación del fondo, requerimientos de información y límites aplicables a las inversiones del fondo, entre otras materias.

Una importante reforma al mercado de valores se refiere al Decreto Ley 3.538 de diciembre de 1980, mediante el cual se creó la Superintendencia de Valores y Seguros, como continuadora legal de la Superintendencia de Sociedades Anónimas, Compañías de Seguros y Bolsas de Comercio que fuera fundada en 1931².

En 1981 se promulgaron otras dos leyes de importancia fundamental: la Ley del Mercado de Valores (Ley 18.045) y la Ley de Sociedades Anónimas (Ley 18.046). En ambos proyectos legales, la Corporación Financiera Internacional (o IFC por su sigla en inglés), miembro del Grupo Banco Mundial, ocupó un importante rol de asesoría.

La Ley del Mercado de Valores derogó las escasas normas que para ese entonces regulaban el mercado³. Este nuevo cuerpo legal por primera vez se hizo cargo del concepto de divulgación de información periódica al público, estableció la obligación de las bolsas a mantener un mercado transparente y equitativo y dispuso normas en contra del uso de información privilegiada. Adicionalmente impuso responsabilidades civiles sobre todos los participantes del mercado, imponiendo además, el peso de la prueba sobre éstos, a favor de los inversionistas. Todo ello diseñado dentro de un marco que descansaba en gran medida en la participación privada y en el principio de la buena fe en combinación con sanciones drásticas y prohibiciones expresas.

En específico, la ley estipuló los siguientes requerimientos: 1) Normas para la oferta pública de valores y creación del Registro de Valores, 2) Requerimientos de información periódica, incluyendo la comunicación de hechos esenciales, 3) Obligación a los principales accionistas, ejecutivos y directores de las sociedades a hacer pública sus transacciones de valores de la sociedad en cuestión, 4) Disposiciones en relación al uso de información privilegiada, 5) Autorización a la Superintendencia a suspender valores de cotización bursátil; 6) Causales de cancelación del registro de valores, 7) Las bases para la emisión de bonos o títulos de deuda de largo plazo, incluyendo a requerimientos de contrato de emisión y representación de inversionistas, 8) El requerimiento de negociar acciones en las bolsas de valores, 9) La exclusividad de intermediación a los corredores de bolsa y los requerimientos de solvencia y de conducta para éstos, 10) La obligación de las bolsas de valores de reglamentar su funcionamiento con el fin de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente y, 11) La prohibición de la manipulación de mercado y la divulgación de información falsa.

La promulgación de la Ley del Mercado de Valores fue secundada por una batería de normas administrativas promulgada por la Superintendencia en los años inmediatamente siguientes y, que en algunos casos aún se mantienen vigentes. Entre éstas se encuentran las normas de presentación de estados financieros, las normas para el registro de valores de oferta pública y presentación de información periódica y las normas de adecuación de capital para intermediarios de valores.

² En mayo de 1931, el D.F.L. N° 251 fusionó la Superintendencia de Compañías de Seguros con la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles, bajo el nombre de Superintendencia de Sociedades Anónimas, Compañías de Seguros y Bolsas de Comercio, denominación que adoptaría hasta 1980.

³ Con anterioridad a la promulgación de este cuerpo legal, la emisión de valores de oferta pública se regía por lo establecido en la Ley 16.394 publicada en el año 1965, la cual entregaba atribuciones a la entonces Superintendencia de Sociedades Anónimas para la regulación de las colocaciones de valores de oferta pública. Por otro lado, la Ley 1.064 publicada en 1966, establecía ciertas disposiciones mínimas a la emisión de bonos y debentures.

La Ley de Sociedades Anónimas, por otro lado, promulgada en el mismo año, vino a derogar a la entonces vigente Ley de Sociedades Anónimas, incorporada en 1854 al Código de Comercio. Esta regulación para ese entonces, se había mostrado inefectiva para tratar las materias de las organizaciones empresariales modernas. En primer lugar, la regulación estaba diseminada en diferentes cuerpos legales; las responsabilidades de los administradores y de los directores eran imprecisas; las negociaciones entre sociedades relacionadas no estaban reguladas y la información que debía reportarse era claramente insuficiente para adoptar decisiones de inversión apropiadas.

Por otro lado, parte de su falta de efectividad radicaba en la no diferenciación entre sociedades anónimas abiertas (que hacen oferta pública de sus acciones) y cerradas (las que no lo hacen), implicando un control excesivo sobre estas últimas, pero insuficiente sobre las primeras.

Entre las principales disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas se encuentran: 1) Distinción entre sociedades anónimas abiertas y cerradas, siendo solamente las primeras sujetas a la supervisión de la Superintendencia, 2) Simplificación y actualización jurídica de la formación de las sociedades, 3) Precisión del procedimiento de emisión de capital y suscripción de acciones, 4) Fortalecimiento de los procedimientos para la constitución y funcionamiento del directorio así como la responsabilidad y deber de lealtad de los directores, 5) Contratación de auditorías externas, 6) Las materias de juntas de accionistas y establecimiento de quórum, 7) Mejoramiento de la información a los accionistas, 8) Dividendo mínimo obligatorio, 9) Procedimientos para transacciones en que exista un posible conflicto de interés de un director, 10) Obligación de equidad en transacciones entre sociedades relacionadas, 11) Prohibición de participaciones cruzadas entre subsidiarias de una sociedad, 12) Derecho a retiro y sus causales por parte de los accionistas y 13) Obligación del accionista controlador de resguardar el interés social.

La promulgación de esta ley, tempranamente sentó una sólida base en materia de gobierno corporativo y derechos de los accionistas (al incluir por ejemplo, el derecho a retiro, derecho de los accionistas que representen al menos el 10% del capital a convocar a junta de accionistas, la calidad de transparencia de la información y el rol del directorio.

1.3 La recesión y crisis financiera de 1982

En enero de 1982, como consecuencia del empeoramiento de los términos de intercambio y de la abrupta alza en las tasas de interés internacionales, con la consiguiente reducción de los ingresos de capitales hacia América Latina, las autoridades económicas debieron renunciar a la fijación del tipo de cambio que había imperado durante más de cinco años. La consiguiente devaluación de la moneda chilena en 70 por ciento, provocó una crisis de solvencia de proporciones en las empresas chilenas incluyendo a los bancos nacionales que se encontraban fuertemente expuestos a deuda en dólares. En ese año los bancos privados debieron ser intervenidos por el gobierno, en una operación de salvataje que involucró que el Banco Central debió hacerse cargo de los pasivos bancarios de los bancos que representaban el 60 por ciento de la industria⁴. Asimismo, el Estado asumió la administración provisional de las recientemente creadas AFP ligadas a los bancos privados nacionales.

⁴ Ver Valenzuela, Mario "Reprivatizaciones y Capitalismo Popular en Chile". Revista Estudios Públicos N° 33, 1989

Las consecuencias de la crisis sobre el mercado de valores chileno fueron profundas. Para 1983, debido a la quiebra de importantes empresas que componían la cartera de los fondos mutuos, el monto de activos administrados por la industria se redujo a US\$ 118 millones, desde un total de US\$ 797 a principios de 1982. En ese mismo lapso, de haber 130 mil partícipes, solamente permanecieron 12 mil quienes se retiraron o se vieron obligados a retirarse al verse expuestos a una liquidación forzada de los fondos de 6 administradoras. La industria de fondos mutuos debió esperar una década para volver a recuperar el volumen de activos administrados y doce años para volver a contar nuevamente con 130 mil inversionistas.

La existencia de grupos económicos o empresariales agravó la crisis económica de ese entonces. Al contar con un banco dentro del grupo, el resto de las empresas podrían financiarse en dólares por medio de este intermediario. Lo mismo ocurría con los fondos mutuos que eran administrados por administradoras ligadas a ellos, los cuales invertían en instrumentos de deuda emitidos por los bancos y las empresas relacionadas.

La combinación de excesiva concentración en el mismo grupo económico sumada a los efectos de la crisis sobre los flujos reales de las compañías en que se invertían, tuvieron como consecuencia lógica, la insolvencia de los bancos relacionados y la reducción del patrimonio de los fondos mutuos.

2 1983-1990 Recuperación Económica y Perfeccionamiento de la Regulación

2.1 Contexto

Aunque la liberalización del mercado de capitales demostró su potencialidad, la crisis económica y financiera de 1982-83 dejó crudamente al descubierto las falencias de la regulación de los mercados de valores y del mercado bancario. En los años que seguirían, una de las principales motivaciones de las autoridades en este aspecto, consistió en el desarrollo de herramientas de regulación específicas para el control de solvencia de las entidades financieras, las transacciones entre partes relacionadas, así como mecanismos de monitoreo y control por parte de inversionistas y requerimientos de transparencia en todo ámbito del mercado de valores.

Fue en esta época cuando una unidad de indexación inflacionaria, diseñada en 1974, denominada Unidad de Fomento, comienza a adquirir una presencia creciente en el mercado de capitales, ya que múltiples leyes avalaron este mecanismo como una unidad de pago. Hasta el día es hoy es posible observar que la mayoría de los instrumentos de renta fija en el mercado de capitales está expresado en Unidades de Fomento, en especial los bonos corporativos, la deuda hipotecaria y los bonos del Banco Central de Chile.

A partir del año 1985 las autoridades de la época retomaron el proceso de privatizaciones de empresas públicas, en lo que se ha calificado como la “segunda etapa” de este proceso. Esta oleada de privatizaciones tuvo una importancia mayor para el mercado financiero tanto por la naturaleza de las empresas privatizadas como por la modalidad de privatización. En esta etapa comenzaron a ser enajenadas las entidades financieras intervenidas por el gobierno como consecuencia de la crisis de 1982, pero además se pusieron a la venta las empresas que habían sido creadas y desarrolladas por el Estado desde hace varias décadas, tales como las generadoras y distribuidoras de electricidad,

las empresas telefónicas y de telecomunicaciones, la línea aérea nacional y otras importantes empresas estatales.

La modalidad de privatización fue llevada a cabo a través de licitación pública en Bolsa, combinada en parte con lo que se conoció como “capitalismo popular” (Ley 18.401). Bajo este último esquema, el Estado y, en ocasiones las mismas empresas, ofrecieron créditos de largo plazo para la financiación de la compra de acciones por parte de los empleados y del público en general. De esta manera, los dos principales bancos privados de la época, contemplaron el ingreso de una masa atomizada de accionistas, incluyendo a personas naturales y AFP, los cuales llegaron a representar alrededor del 60% del capital de estos bancos⁵.

En el mercado de valores, la segunda etapa del proceso privatizador tuvo el efecto de popularizar la inversión en acciones por parte de inversionistas comunes que jamás habían tenido acceso a las inversiones en Bolsa. Se estima que 30 mil trabajadores de las empresas privatizadas adquirieron acciones de éstas y 200 mil personas se convirtieron por primera vez en accionistas⁶.

Por otra parte, la oferta pública de las acciones privatizadas otorgó dinamismo al mercado bursátil y permitió expandir su capitalización en forma muy importante. De acuerdo a estimaciones realizadas (ver cuadro 1), las empresas privatizadas listadas en bolsa, contribuyeron en alrededor de un cuarto de la capitalización de mercado entre 1989 y 2006 y contribuyeron enormemente al dinamismo del mercado, en tanto el volumen negociado de estas acciones llegó a representar casi dos tercios del total en el año 1989⁷.

CUADRO 1. CONTRIBUCIÓN DE EMPRESAS PRIVATIZADAS A CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y VOLUMEN NEGOCIADO EN BOLSA

	1989	1995	2000	2006
Participación en capitalización bursátil	27%	27%	24%	21%
Participación en volumen negociado en bolsa	62%	54%	56%	33%

Fuente: Estimación propia a partir de estadísticas Bolsa de Comercio de Santiago

En 1985, el Ministerio de Hacienda, dio inicio a un original programa de conversión de deuda externa, el cual básicamente consistía en al compra de pagarés de deuda contraída con entidades financieras extranjeras (a descuento de su valor par, reflejando el riesgo de incumplimiento), condicionada a la canalización de los recursos percibidos por parte del vendedor del pagaré hacia la inversión directa en activos locales⁸.

⁵ Valenzuela op cit.

⁶ Larroulet Cristán, 1994, “Efectos de un programa de privatizaciones: El caso de Chile, 1985-1989”, Estudios Públicos,

⁷ Estadísticas consideran el total negociado en la Bolsa de Comercio de Santiago, para la cual se consideraron las acciones de Lan Chile (línea aérea, hoy Lan Airlines), Chilmetro (distribuidora y generadora de electricidad, hoy Enersis), Endesa (generadora de electricidad), CAP (acero), Soquimich (minería), Laboratorios Chile (productos farmacéuticos, hoy deslistada), Chilgener (generadora de electricidad, hoy Gener), Chilquinta (distribuidora de electricidad, hoy deslistada), CTC (telefonía), IANSA (azúcar) y Entel (telecomunicaciones).

⁸ También conocidos como Pagarés Capítulo XIX, por su ubicación en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile.

En ese mismo año el Decreto Ley 3.500 fue reformado para autorizar a las AFP a invertir en acciones de sociedades anónimas chilenas abiertas en bolsa en donde el Estado haya sido accionista mayoritario, en el marco de la privatización y reprivatización de empresas en manos del Estado (capitalismo institucional).

Al final de la década, se promulgó la ley de autonomía del Banco Central, la cual definitivamente dotó a la institución de un patrimonio y gobernabilidad propia, fortaleciendo su independencia del poder ejecutivo y por lo tanto, su eficacia en el control de la inflación.

2.2 Nuevas reformas a las leyes de valores y de sociedades anónimas y otras

Una reforma la Ley General de Bancos en el año 1986, autorizó a estas entidades a crear filiales cuyo giro fuera la intermediación de valores de oferta pública, es decir filiales Agentes y Corredores de Bolsa, así como filiales administradoras de Fondos Mutuos o de Fondos de Inversión⁹. Con estas medidas se abría nuevamente la participación de los bancos en el mercado bursátil, por cuanto luego de la crisis de 1982, les fuera restringida la inversión directa en acciones. Las filiales bancarias en adelante se convertirían en actores centrales del mercado de valores, tanto en la industria de fondos de mutuos, como en intermediación de valores¹⁰.

En el año 1987, la Ley 18.660 modificó nuevamente la Ley 18.045 del Mercado de Valores, para introducir una profusa legislación en torno a la figura de conglomerados, que en Chile se les ha denominado formalmente como grupos empresariales¹¹, personas relacionadas y control, todas ellas conectadas en trono al concepto de vinculación. En palabras del legislador: *“El tema de la vinculación, en la actualidad de muy vaga interpretación, se ha desarrollado en el proyecto en torno al concepto de influencia en la gestión de las sociedades, lo que en nuestro ordenamiento económico se da a través de la participación en la propiedad o administración de los entes comerciales y los nexos que de ellos derivan. Es ese nexo la causa común del conflicto de interés y el causante de las posibles desviaciones del comportamiento de las entidades, más allá d los naturales márgenes y riesgos propios del mercado”*¹². La relación propiedad-gestión-negociación pasaría en adelante a tener un papel central en el ordenamiento del mercado valores.

En el contexto de la reforma el “controlador”, es quien podría asegurar la mayoría de los votos, y elegir a la mayoría de los directores en forma directa o indirectamente, incorporando también dentro de esta denominación a los accionistas con más de 25% de la propiedad de la empresa.

En cuanto al concepto de “grupo empresarial”, la ley lo definió como un *“conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o*

⁹ En la misma reforma se reforzaba la regulación prudencial de la banca, básicamente transparentando el riesgo y la situación patrimonial de los bancos, limtando los créditos a partes relacionadas y fortaleciendo sus razones de solvencia y liquidez.

¹⁰ De hecho, en 1989 la hasta el hoy existente Bolsa Electrónica de Chile, fue creada por un grupo de bancos, en atención a que los accionistas de la Bolsa de Comercio de Santiago desaprobaron la emisión de nuevas acciones, impidiendo el acceso a las nuevas corredoras filiales de bancos (restricción que luego se levantó).

¹¹ Un ex regulador de valores de la época aludiendo a la complejidad de las relaciones de propiedad dentre empresas de diferntes industrias indicaba que “los mapas de los grupos económicos de la época eran impresionantes (...) se usaban grandes mesas de directorio para desplegarlas”.

¹² Ver Secretaría General de la Presidencia. Mensaje N°1.398, de 19 de Junio de 1986. Historia de la Ley 18.860. Congreso Nacional de Chile.

responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten". La regulación se extiende más allá de la simple relación entre matriz y subsidiarias y entre estas últimas, para incluir dentro de un grupo económico adicionalmente a las entidades con activos comprometidos en un grupo, con alto endeudamiento otorgado por un grupo, o bien vínculos de administración, como es el caso en que la sociedad es miembro del controlador de entidades del grupo o que sea controlada por un miembro del controlador de entidades del grupo.

En conexión con esta regulación también se legisló en torno a la figura de "persona relacionada", entendiéndose como tal, toda persona que por razones patrimoniales de administración, de responsabilidad o de subordinación, haga presumir que influye en la sociedad, o está en situación de disponer de información privilegiada sobre la sociedad.

Con la identificación de grupos empresariales y personas relacionadas, fue posible entonces: a) Reforzar la regulación en torno a transacciones con personas relacionadas entre sociedades anónimas y b) Controlar la exposición a inversiones en un mismo grupo por parte de entidades reguladas (vg. fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión), así como la inversión en entidades relacionadas al inversionista.

En paralelo, se desarrolló la figura de clasificadoras de riesgo privadas, las cuales debían analizar la capacidad de pago de los emisores de valores en Chile. La reformada ley de valores, en adelante, comenzó a requerir la clasificación de las emisiones de deuda por parte de dos clasificadoras de riesgo privadas. Con esta disposición, se daba el primer paso hacia la independencia de las emisiones corporativas de la aprobación de las autoridades, otorgándosele una importante facultad a las entidades privadas. Las entidades clasificadoras comenzaron a crearse en el año siguiente, constituyéndose en las primeras clasificadoras de riesgo privadas en América Latina. En 1989 se llevaron a cabo las primeras clasificaciones de riesgo para bonos, bancos y compañías de seguros¹³. Cabe aclarar que, en rigor, el proceso de clasificación de riesgo se originó en Chile en el año 1985 con la creación de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), cuyo origen se fundamentó en la necesidad de establecer criterios de riesgo de solvencia para las emisiones de deuda que podrían ser adquiridas por las nacientes AFP en el año 1981¹⁴.

Bajo la reforma comentada, adicionalmente se reformó la ley concerniente a los fondos mutuos, el Decreto Fuerza Ley 1.328, como era esperable, en el sentido de restringir la exposición de las inversiones de los fondos mutuos en un solo emisor o grupo de

¹³ Más adelante, el dinámico ambiente del mercado de capitales a principios de los años noventa, fue un incentivo para la creación de nuevas clasificadoras. En 1989 existían 7 clasificadoras, pasando a 9 en 1990 y 10 entre 1991 y 1992. Sin embargo el tamaño del mercado chileno hacía impracticable la viabilidad de tal número de competidores. Es así como en 1993 comenzó un proceso de fusiones de algunas clasificadoras y la desaparición de otras. Entre 1993 y el año 2000, operaron 4 clasificadoras, pasando a 3 desde el año 2001 hasta el año 2004. Actualmente operan 4 clasificadores en Chile: Feller-Rate, Fitch Ratings, ICR y Humphreys, las cuales mantienen vinculaciones de propiedad o alguna otra forma de asociación con las agencias internacionales Standard & Poor's, DBRS, Fitch Ratings y Moody's.

¹⁴ La CCR es una entidad cuasi-gubernamental, cuyo Consejo está compuesto por representantes de las entidades reguladoras y del sector privado. Su labor actual consiste en autorizar los instrumentos de inversión por parte de las AFP, en base principalmente a las clasificaciones otorgadas por clasificadoras privadas y, tratándose de instrumentos de deuda, adicionalmente en sus propias clasificaciones.

emisores relacionados. Es así como, al ya existente límite de 10% de patrimonio del fondo por emisor de un determinado valor, se le adicionó un límite 25% a la inversión del activo del fondo en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial y se prohibió la inversión en valores emitidos o garantizados por sociedades que controlen a la administradora o pertenezcan al grupo empresarial de ésta.

En el mismo año 1987, la Ley 18.657 legisló sobre la figura de Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE). Esta ley contemplaba una ventaja tributaria, consistente en un impuesto único de 10% sobre las remesas de utilidades, la cual pretendió atraer capitales externos hacia el mercado de valores local. Entre las condiciones propuestas figuraba una permanencia mínima de la inversión de cinco años, la regulación por parte del la Superintendencia de Valores y Seguros y la constitución del fondo fuera del país. Este mecanismo efectivamente representó una importante canal de ingreso de capital de cartera a Chile durante los años noventa. En 1994 20 FICE llegaron a administrar US\$ 2.000 millones (4% del PIB de ese entonces), sin embargo, la emisión de ADR en Nueva York, el levantamiento de las restricciones a los flujos de capital por parte del Banco Central y la eliminación del impuesto a las ganancias de capital, hizo que esta alternativa perdiera su atractivo relativo. A diciembre de 2006 existían 8 FICES administrando US\$ 366 millones (0,2% del PIB de ese año)

Tres años más tarde, por medio de la Ley 18.876 de 1989, se legisló en torno a la creación de las entidades de depósito y custodia de valores. En parte como respuesta al creciente volumen de activos administrados por los inversionistas institucionales, en especial los fondos de pensiones, que ya mantenían US\$ 5.500 millones (20% de PIB) de inversiones en activos locales. Asimismo, el volumen transado en las bolsas de valores, justificaba la necesidad de contar con un sistema de custodia de valores y de liquidación de éstos que otorgara la seguridad operativa y eficiencia necesaria para sustentarse en el largo plazo. El Depósito Central de Valores de Chile (DCV) comenzó a operar en 1993.

En el mismo año 1989, la ley 18.815, creaba la figura de fondos de inversión, como se les denominó formalmente a los fondos de inversión cerrados. La regulación estableció un marco regulatorio muy diferente al que regía a los fondos mutuos, contemplándose una gama más amplia de activos para invertir y límites de inversión menos exigentes. Asimismo, la gobernabilidad de este vehículo de inversión descansa en un mayor componente de autorregulación y monitoreo por parte de los inversionistas, dejándole al reglamento del fondo, importantes materias de su conformación y contemplando un Comité de Vigilancia y participación de los inversionistas en asambleas de aportantes.

3 1990- 2000 EXPANSIÓN E INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

3.1 Contexto

La transición a la democracia sin contratiempos de gravedad, el sostenido crecimiento económico en la primera parte de la década de los noventa, acompañada de un escenario positivo en el contexto económico internacional, tuvo un efecto fuertemente expansivo en el mercado de valores chileno. Ya para fines de la década pasada, en un contexto de sostenido crecimiento económico y boyante crecimiento del precio de las acciones locales, las cuales entre 1985 y 1989 se habían multiplicado 8 veces, los inversionistas

extranjeros mantenían intereses por medio de fondos de inversión tales como FICE u otro tipo.

En julio de 1990, la recientemente privatizada Compañía de Teléfonos de Chile (CTC) emitió el primer ADR (American Depositary Receipt) por parte de una empresa chilena y el primero de una empresa de América Latina en 25 años, colocado en la Bolsa de Nueva York, por el monto de US\$ 98 millones. Esta emisión abrió la puerta a muchas empresas chilenas para listarse en este mercado durante el resto de la década. A fines de 1999, llegaban a 26 las empresas chilenas listadas en la Bolsa de Nueva York o en NASDAQ. En sus inicios, los emisores locales buscaban acceso a recursos financieros y más tarde reconocimiento internacional y prestigio. Sin embargo a la posterior liberalización de la entrada de flujos de cartera al país y la abundante oferta de financiamiento local, contribuyeron a minar el interés por emitir ADR. La última emisión de este tipo se realizó en noviembre de 2003.

Un año más tarde la misma CTC colocó el primer bono de una empresa local en el extranjero, siendo este un Yankee Bond por la suma de US\$ 72 millones. En 1996 Enersis colocó el bono más grande emitido por una empresa local en mercados extranjeros, siendo éste por un monto de US\$ 800 millones. En toda la década de los noventa, se realizaron 17 colocaciones en mercados extranjeros por un total de US\$ 5.000. Un factor que contribuyó a la capacidad de financiamiento externo por parte de los emisores corporativos se debió a la buena capacidad crediticia del gobierno chileno, expresada en el otorgamiento de la calificación soberana de riesgo de grado de inversión por parte de la calificadora Moody's en 1992 y por el resto de las agencias calificadoras de riesgo al año siguiente.

En suma, los emisores de valores tuvieron la posibilidad de internacionalizar su financiamiento en forma relativamente exitosa. Por un lado, las empresas chilenas pudieron emitir acciones y bonos en mercados internacionales en forma expedita y, por otro lado, inversionistas extranjeros tuvieron la oportunidad de participar en el auge bursátil local, principalmente a través de los FICE y de la adquisición de ADR. Todo este proceso también fue acompañado de una participación activa de la Superintendencia de Valores y Seguros en organismos internacionales de reguladores de valores, tales como el Consejo de Reguladores de las Américas (COSRA) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Asimismo, durante la primera parte de la década de los noventa esta entidad firmó 19 Memoranda de Entendimiento (MoU) con reguladores de otros países en el afán de facilitar el intercambio de información, la cooperación mutua en el desarrollo de investigaciones y en el intercambio de experiencias en regulación y supervisión de mercados.

3.2 La reforma al mercado de valores de 1994

Una reforma de gran importancia se promulgó en marzo de 1994, bajo la Ley 19.301¹⁵. En el área del mercado de valores esta reforma perfeccionó la regulación de los clasificadores de riesgo y de la emisión de bonos. En este último aspecto, se fortaleció la figura de representante de tenedores de bonos, y se creó la figura de administradores extraordinarios, quienes desembolsan paulatinamente los recursos de la emisión de acuerdo al avance del proyecto de inversión, en especial en relación a las concesiones de obras públicas estrenada durante ese año. Asimismo, se creó la legislación para emisión

¹⁵ En la cual, al igual que el desarrollo de las leyes promulgadas en 1981 y 1982, el IFC también colaboró.

de deuda de corto plazo o efectos de comercio, los cuales con anterioridad se regulaban en base a normas administrativas.

El aspecto más importante, sin embargo, se refiere a la creación de la figura de securitización (titularización o bursatilización) y de sociedades securitizadoras. La estructura legal de la securitización se diseñó en base a la emisión de valores securitizados emitidos por un patrimonio separado el cual es representado por la sociedad securitizadora. El patrimonio separado tiene como pasivo a las obligaciones emanadas de la emisión del valor securitizado, en tanto sus activos, de acuerdo a la reciente ley, podían ser créditos hipotecarios y en general instrumentos de crédito que puedan ser transferibles. El aislamiento y protección legal y económica del patrimonio separado se consagra en la misma, no siendo necesaria una figura de fideicomiso. Dicha estructura a operado en forma adecuada hasta el día de hoy.

En el ámbito de fondos de inversión, la legislación sufrió modificaciones tendientes a reconocer la flexibilidad de estos inversionistas como canales de inversión a empresas sin historia y proyectos de infraestructura. En ese sentido se autorizó la inversión en acciones no registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros y se permitió aumentar la concentración del fondo sobre un determinado emisor.

Adicionalmente la reforma contempló la creación de la figura de Cámara de Compensación, diseñada para la liquidación de operaciones sobre instrumentos derivados.

En torno a la regulación concerniente a los inversionistas institucionales esta reforma dio el primer paso en la autorización para invertir en el extranjero por parte de estas entidades. Igualmente se legisló en el sentido de autorizar a estos inversionistas para invertir en instrumentos derivados, en específico, contratos de futuro, forward y opciones.

En el año 1999 otra reforma a la legislación del mercado de valores, por medio de la Ley 19.601, crea el Registro de Valores Extranjeros, cuya concepción estaba basada en la creación de una plataforma de oferta pública de valores extranjeros en base a requerimientos diferenciados de información. La transacción de valores extranjeros se llevaría a cabo en la misma bolsa de valores, en un segmento que comercialmente se le denominó "bolsa off-shore". En la práctica, el Registro de Valores Extranjeros permitió abrir un canal de distribución de cuotas de fondos extranjeros en Chile.

En 1997 una reforma a la Ley General de Bancos, autorizó la expansión física en el exterior por medio de la apertura de sucursales y filiales bancarias, la compra de participaciones bancarias, la instalación de oficinas de representación y permitió invertir en el exterior en los mismos negocios para los cuales se contaba con autorización para operar internamente.

Adicionalmente, los bancos fueron autorizados a crear filiales para otros tipos de servicios financieros, tales como de intermediación de seguros no previsionales, compañías de arrendamiento (leasing), de factoraje, de asesorías financieras y securitizadoras.

3.3 El caso Chispas

Un episodio relacionado con la toma de control de una importante empresa chilena, motivó una profunda reforma legal en materia de gobierno corporativo. En 1997, la

generadora de electricidad Endesa España, anunció su intención de tomar el control de Enersis, la empresa controladora de la generadora eléctrica chilena Endesa Chile. Para ello Endesa España debía adquirir las acciones de las sociedades “Chispas”, que con un 23% de la propiedad sobre Enersis, eran imprescindibles para lograr el control sobre ésta.

En ese entonces Endesa España ofreció un precio extremadamente más alto por las acciones serie B de las Chispas, las cuales tenían derecho a voto a diferencia de las acciones serie A. Estas acciones serie B estaban en manos de directores e importantes ejecutivos de Enersis. Sin embargo, casi al finalizar el proceso de adquisición se dio a conocer la existencia de una “Alianza Estratégica”, entre los dueños de la serie B y Endesa España. Bajo esta alianza se establecía un pago de US\$ 60 millones a los ejecutivos principales de Enersis, condicionados a la obtención de un cierto nivel de utilidades para el período 1997-2001. Adicionalmente, se disponía que Endesa España pudiera incursionar en otros mercados si es que Enersis no estuviera de acuerdo en hacerlo en forma conjunta. Además, se disponía la facultad de Endesa España de designar un gerente general adjunto en Enersis y Endesa Chile. La Superintendencia de Valores y Seguros multó a los ejecutivos involucrados en la transacción bajo cargos de violación de las leyes del mercado de Valores y de Sociedades Anónimas, básicamente en torno a la mala resolución de un conflicto de interés en su rol de directores y administradores de Enersis. De acuerdo a la Superintendencia se podía *“apreciar que los compromisos recíprocos (...) prueban y evidencian claramente los conflictos de interés con que actuaron los gestores clave y que malamente resolvieron en su beneficio personal y en el de Endesa España. No en vano las propias personas que actuaron como negociadores y/o partícipes por Endesa España en los contratos de esta operación, han declarado (...) que a los gestores clave se le había encomendado ni más ni menos que la gestión de los intereses que Endesa España iba a tener en relación con el grupo Enersis, debiendo estos gestores cuidar de ellos actuando a nombre y por cuenta de Endesa España¹⁶”*.

Sin embargo, en 1997 la regulación no abarcaba aspectos que evidentemente generaban dudas respecto a la equidad del proceso de tomas de control. Estos aspectos se refieren a la repartición del premio por control (diferencia de precio pagada a acciones controladoras o paquete controlador versus acciones de minoritarios), la capacidad de accionistas con mayor poder de negociación, para obtener mejores condiciones de venta de sus acciones que el resto de los accionistas, la falta de procedimientos para informar adecuadamente a los accionistas respecto de una toma de control, la inexistencia de vías de salida para aquellos accionistas que decidían no vender sus acciones en el proceso de toma de control y, el vacío de control que significaba el no derecho a voto de parte de los tenedores de ADR. En el caso de Enersis, los estatutos cedían el voto al presidente del directorio, aumentando el poder de los accionistas controladores.

4 2000 TERCERA GENERACIÓN DE REFORMAS

4.1 Contexto

La notoriedad del Caso Chispas generó un consenso en relación a la necesidad de legislar en forma precisa y rigurosa sobre las tomas de control corporativo. Esta reforma

¹⁶ Ver Superintendencia de Valores y Seguros. Resolución 351. “Indica Sanción de Multa a Persona que Indica”. 21 de Noviembre de 1997. Solamente en el año 2005, la Corte Suprema confirmó las multas aplicadas por la Superintendencia de Valores y Seguros en 1997 por US\$ 66 millones, agregando US\$ 97 millones en intereses acumulados, totalizando un pago total de US\$ 163 millones. La multa más grande aplicada en la historia de Chile.

pasó, con el paso de los meses, a transformarse en un paquete de medidas de gobierno corporativo que iban más allá que las tomas de control¹⁷.

Por otro lado, en un contexto de declinación de los capitales de cartera hacia los países emergentes y especialmente hacia América Latina, la corriente regulatoria descendió pasó a posicionarse desde una posición defensiva hacia los flujos de capitales de acertar hacia una posición hacia el fomento de ellos. En ese sentido en el año 2001, el Banco Central de Chile propone una serie de cambios regulatorios que se tradujeron en una liberalización de la cuenta de capitales, por medio de la eliminación del encaje a los capitales externos y la restricción de permanencia de un año de éstos. También la regulación fiscal y de valores fue motivo de iniciativas pro participación de inversionistas externos.

En general, ésta, que podríamos denominar tercera generación de reformas, pasó a tener una connotación orientada al perfeccionamiento de la regulación y a la eliminación de ineficiencias.

4.2 La reforma de la Ley de Opas y Gobiernos Corporativos

En diciembre del año 2000, luego de casi dos años de discusión parlamentaria fue aprobada la “Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos”, el cual apuntaba a establecer un marco legal para las tomas de control corporativo e incorporar elementos que fortalezcan el gobierno corporativo de las empresas emisoras de valores. La nueva regulación establece que se debe llevar a cabo una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA), toda vez que la adquisición permita un cambio de control de la sociedad. Además cuando el controlador alcance dos tercios de la propiedad, debe llevar a cabo una OPA para adquirir el remanente¹⁸. Igualmente cuando se pretende adquirir el control de una filial, se debe primero llevar a cabo una OPA por dicha filial y luego por la matriz.

La nueva ley, contempló excepciones a la obligación de llevar a cabo una OPA cuando el precio ofrecido no sea superior en 10% al precio de mercado y el pago se haga en dinero en efectivo y se trate de una acción con un cierto grado de liquidez. Tampoco las fusiones ni las enajenaciones forzadas por causa de muerte están requeridas de realizar OPA. La misma ley estableció requisitos mínimos de información, incluyendo la obligación de informar intenciones cuando se alcanza el 10% de la propiedad, la obligación de un prospecto de OPA y el pronunciamiento de los directores de la sociedad respecto a la oferta.

Igualmente se reforzó la regulación en torno a las transacciones entre partes relacionadas estableciéndose que si las transacciones son por montos relevantes el directorio deberá pronunciarse si se ajusta a condiciones de mercado

Se estableció además la conformación de un Comité de Auditoría¹⁹ (que equivale al Comité de Directores en otras jurisdicciones) para empresas listadas con un patrimonio bursátil igual o superior a (aproximadamente) US\$ 44 millones. Este Comité debe estar conformado en su mayoría por directores independientes del controlador. Las funciones

¹⁷ Nuevamente el Ministerio de Hacienda recurrió a la asesoría técnica de parte del IFC.

¹⁸ De esta forma se busca proteger a los accionistas de concentraciones muy altas en la propiedad que puedan restar liquidez a las acciones y por tanto mantener cautivos a los accionistas

¹⁹ Ley 18.046, artículo 50 bis

Comité de Auditoría consisten en pronunciarse sobre los estados financieros, proponer al directorio los auditores externos y los clasificadores de riesgo, examinar los sistemas de remuneraciones y compensaciones relativos a los ejecutivos y examinar las transacciones entre partes relacionadas y evacuar un informe.

Adicionalmente la reforma amplió las casuales de derecho a retiro a situaciones tales como una alta concentración de la propiedad (2/3 de las acciones) o enajenación de una alta proporción de los activos. Asimismo se creó la figura de acción civil derivada bajo la cual accionistas que representen al menos un 5% de la propiedad podría demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, en nombre y beneficio de la sociedad y, por último, la reforma reconoció los derechos políticos a los tenedores de ADR, en especial el voto en Junta de Accionistas.

Con la finalidad de asegurar la aprobación del proyecto de ley en el Senado, la reforma dispuso la facultad de las empresas de no someterse al procedimiento de OPAS durante 3 años. Adicionalmente, se legisló en el sentido de flexibilizar los requisitos de información para empresas emergentes, en el sentido de permitir un mercado con requerimientos de información diferentes y con ventajas tributarias asociadas. Por otro lado, se crearon fondos para inversionistas calificados y se flexibilizó la administración de recursos de los fondos de inversión eliminándose su categorización.

4.3 Las reformas al mercado de capitales I y II

En el año 2001 se promulga una nueva reforma al mercado de capitales (que más adelante se le denominaría “Primera Reforma al Mercado de Capitales”) por medio de las leyes 19.768 y 19.769²⁰, las cuales afectaban múltiples áreas del mercado de capitales.

Una de las nuevas medidas consistió en la creación de un beneficio fiscal que dio origen a lo que se conoce como Ahorro Previsional Voluntario, el cual, a través de los incentivos mencionados a las personas, consiste en rebajar de la base imponible de impuestos el aporte voluntario destinado al ahorro con destinado al financiamiento de la pensión de vejez, a través de todas las entidades del mercado de capitales y no meramente a través de las AFP. Ello ha abierto el mercado de ahorro para la vejez al mercado de valores (fondos mutuos, fondos de inversión cerrados y abiertos, corredores de bolsa), así como a la industria bancaria y de seguros.

La mencionada reforma también eliminó el impuesto a las ganancias de capital aplicable a la compraventa de acciones por parte de los inversionistas nacionales y extranjeros, en tanto las acciones mantuvieran un nivel mínimo de liquidez. Asimismo se propuso una exención del impuesto a la ganancia de capital a la compraventa de acciones por parte de los inversionistas nacionales y extranjeros, para aquellas acciones que sean transadas en mercados para empresas emergentes en alguna bolsa de valores del país. Asimismo, se rebajó el impuesto sobre los intereses de los instrumentos de renta fija adquiridos por inversionistas extranjeros desde un 35% a 4%.

²⁰ Ley 19.768 “Introduce adecuaciones de índole Tributaria al Mercado de Capitales y Flexibiliza el Mecanismo de Ahorro Voluntario” y Ley 19.769 “Flexibiliza las Inversiones de los Fondos Mutuos y Compañías de Seguro, crea Administradora General de Fondos Mutuos, Facilita la Internacionalización de la Banca y Perfecciona Leyes de Sociedades Anónimas y de Fondos de Inversiones”

La misma reforma creó la figura de la Administradora General de Fondos, consistente en una sociedad paraguaya que puede administrar fondos de distinto tipo (vg. cerrados y abiertos).

Asimismo se contempló un sistema de Multifondos para el sistema de AFP, que permite a estas entidades ofrecer 5 carteras de inversión diferenciadas en base al porcentaje de renta variable.

En marzo de 2007 el Congreso de la República aprobó la promulgación de la que se conoce como “Segunda Reforma al Mercado de Capitales”. Esta reforma, que comenzó a desarrollarse en el año 2002 tuvo una importante componente de incentivo al capital de riesgo y capital privado en general, sin embargo en el año 2003 un caso de fraude con una corredora de bolsa, dio pie para una discusión en torno a la capacidad, por lo que se le fueron incorporando elementos tendientes a cautelar la integridad de mercado.

En relación al capital de riesgo, se estableció una exención tributaria a las ganancias de capital obtenidas en la venta de acciones de “sociedades de capital de riesgo” (de acuerdo a una definición formal de ésta), el cual está dirigido a los emprendedores y a los inversionistas que entran a las sociedades de capital de riesgo en una primera etapa; por otro lado, también se contemplan incentivos tributarios para los inversionistas de “fondos de inversión de capital de riesgo”. Adicionalmente, a la entidad estatal de fomento empresarial chilena, CORFO (Corporación de Fomento a la Producción), se le autorizó para disponer de un programa de garantías para los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo. La ley también creó una entidad societaria denominada “Sociedad por Acciones” la cual, con una estructura de capital similar a la de una sociedad anónima mantiene la estructura de una sociedad limitada. Se mejoró el sistema de prenda mediante una “Ley de Prenda sin Desplazamiento” que simplifica las normas anteriores respecto de las prendas y crea un registro central de éstas.

En otro aspecto, esta reforma legal dispuso mayores exigencias de custodia de títulos valores y fortalece las facultades de la Superintendencia de Valores y Seguros en caso de debilidad financiera de la institución supervisada. Por último la ley se hace cargo de la dificultad para listar valores extranjeros en Chile, mediante las exigencias legales actuales, de manera que se permite la oferta de valores extranjeros en Chile sin patrocinio del emisor y flexibiliza los requerimientos de registro.

5 REFLEXIONES Y CONCLUSIONES

5.1 El desarrollo del mercado de valores

El mercado de valores chileno se ha desarrollado considerablemente desde el año 1974. Ha avanzado mucho, lo cual puede ser apreciado desde diferentes perspectivas. En términos de tamaño, ella capitalización de mercado de las empresas listadas en bolsa alcanzó el 126% del PIB y en un año se negocian más de US\$ 45 mil millones, más de mil veces lo que se negociaba en 1974. En desarrollo del mercado de deuda los avances también han sido notables, lo que refleja en un volumen relativamente importante de bonos de empresas emitidos a plazos tan largos como 30 años. Por otro lado, los pequeños inversionistas se han transformado en importantes participantes del mercado lo que se aprecia al observar la importancia de los fondos mutuos en la industria, los cuales administran activos por más de US\$ 23 mil millones.

CUADRO 2. INDICADORES MERCADO DE VALORES

Millones US\$ de cada año

	1977	1981	1983	1990	1995	2007 (1)
Capitalización mercado accionario	2.970	6.828	2.632	13.764	73.939	214.392
<i>Como % del PIB</i>	13%	21%	13%	44%	104%	126%
Monto acciones negociadas en bolsa	30	363	59	772	11.059	45.507
Rentabilidad real IPSA anual (2) (promedio 5 años)	126%	45%	6%	51%	41%	26%
Stock vigente bonos empresas	32	96	299	1.392	2.478	18.703

(1) Datos 2007 proyectados a partir de información tercer trimestre. (2) IPSA es el índice selectivo de acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago

La participación de los inversionistas institucionales en el mercado de valores chileno ha sido gravitante. El volumen administrado por éstos apenas era de US\$ 2 mil millones en 1974, mientras que para fines de 2007 se proyecta un volumen de US\$ 155 mil millones (ver cuadro 3). Como en otros mercados de la región, hoy como nunca antes en la historia, los emisores de valores cuentan con una base de oferta de recursos que sobrepasa con creces sus necesidades de financiamiento. Indudablemente subsisten importantes desafíos por delante, por ejemplo en el mejoramiento de la liquidez del mercado o en el acceso al mercado de valores a emisores de menor tamaño y calidad crediticia.

CUADRO 3. ACTIVOS ADMINISTRADOS POR INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Millones US\$ de cada año

	1974	1981	1983	1990	1995	2007
Inversionistas institucionales	2	1.180	1.802	9.573	37.760	155.273
<i>Como % del PIB</i>	0%	4%	9%	30%	53%	91%
Fondos de pensiones	-	305	1.380	6.683	25.419	103.315
Compañías de Seguros		194	304	1.854	7.120	28.315
Fondos Mutuos	2	681	118	864	2.803	23.262
Fondos de inversión	-	-	-	-		4
FICE (1)	-	-	-	172	2.418	377

(1) FICE equivale a Fondos de Inversión de Capital Extranjero

5.2 Las motivaciones de las reformas y su secuencia

No hay un evidente desarrollo lógico de las sucesivas reformas en el mercado de valores, pero es evidente que el rezago entre las prácticas de regulación internacionales con las regulaciones locales se acorta cada vez más.

La experiencia chilena, como la de muchos países, ha recurrido a sucesivas reformas legales con la finalidad de desarrollar y hacer más eficiente el mercado de valores. Presentar un modelo de secuencia lógica de reformas puede transformarse en un ejercicio infructuoso, porque es probable que no exista tal cosa como una secuencia. Como fuera sugerido en un principio, la economía del país, su entorno social, los éxitos y fracasos del mercado, entre otros elementos, condicionan la acción de las autoridades en su rol legislador y se transforman en motivaciones para reformar. En atención a las motivaciones que podrían tener las autoridades para desarrollar estas reformas podríamos proponer cuatro clases de reformas: fundacionales, correctivas, facilitadoras y reactivas.

En primer lugar se podría decir que existen ciertas reformas legales **fundacionales**, que serían las que cimientan el desarrollo del mercado y sobre las cuales se construye el resto del andamiaje regulatorio. Usualmente se mantienen incólumes o con leves modificaciones a lo largo de los años. En Chile, éste ha sido el caso de los elementos originales de la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas.

Las leyes fundacionales son motivadas por un objetivo centrado en generar un salto importante en el desarrollo del mercado por medio de un andamiaje regulatorio considerablemente más sofisticado y sólido que fortalezca la confianza en las instituciones del mercado de valores²¹. Pero también una ley fundacional puede afectar el desarrollo del mercado mediante otros mecanismos de acción. Por ejemplo, sirviendo como un mecanismo de coordinación de los participantes ante la dificultad de optar por una estructura o modelo adecuado de mercado²².

Otro grupo de reformas son aquellas que podrían denominarse **correctivas**. Estas reformas nacen como producto de la experiencia práctica de los mercados usualmente de naturaleza disruptiva. En el caso chileno tenemos el ejemplo de la legislación sobre grupos económicos y transacciones entre partes relacionadas llevada a cabo 1987, cuatro años después de la crisis de 1982, la cual fue agravada por el entrecruzamiento de intereses entre grupos financieros y sus empresas relacionadas. Otro ejemplo de una reforma legal reactiva, resulta ser la reforma a la regulación de tomas de control mediante la ley de OPAS en el año 2000.

Evidentemente no todas las reformas reactivas cumplen con su objetivo, que es el de subsanar la falla de mercado identificada o reducir el riesgo sobre la integridad o la solvencia del sistema financiero. A veces simplemente el diseño fallido de ley es la causa, pero otras veces su reforma no es la herramienta correcta de acción. Por razones políticas o de diseño jurídico, el Estado puede responder a los problemas del mercado mediante la proposición de nuevas leyes, cayendo en el legalismo excesivo que pospone reformas más estructurales y menos triviales, relacionadas con la calidad de la supervisión y la aplicación de la ley a nivel administrativo y judicial.

Un tercer grupo de reformas, las podríamos denominar las reformas **facilitadoras**. Esto es, aquellas que buscan facilitar el desarrollo natural del mercado. Estas reformas son usualmente poco controversiales porque son creadoras de mercados y productos, en

²¹ Una comparación en este sentido podría ser, la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act de 1934 en los Estados Unidos. Esto es, en el sentido de que el carácter fundacional de ley no implica necesariamente la inexistencia de un mercado con anterioridad ni tampoco la inexistencia de regulación.

²² Ahideh, Robert. "Law's Signal: A Cueing Theory of Law in Market Transition". Emory School of Law Working Paper Series. 2005.

donde la ley se transforma en el medio para canalizar la oferta y la demanda de manera legalmente válida. Existe una presión de parte de los agentes del mercado para su promulgación y, en general, son leyes modernas que deben probarse en la marcha y requieren modificaciones de ajuste al cabo de uno o dos años de prueba. Para canalizar positivamente dicha presión de la industria, las autoridades deben estar muy atentas y contar con una institucionalidad que facilite el intercambio de opiniones con el mercado. En el caso chileno, es posible ejemplificarlo con la regulación de la securitización, la cual originalmente surgió como respuesta a la necesidad de inversiones de largo plazo relativamente seguras, por parte de los inversionistas institucionales, especialmente las compañías de seguros de vida. Otro ejemplo, lo constituye la regulación de los fondos de inversión (cerrados), que también surgió como respuesta a la creciente liquidez de inversionistas institucionales, en un contexto de gran desarrollo inmobiliario y, en menor medida, de proyectos empresariales privados. Por último, la ley de depósito y custodia de valores, respondió a la necesidad de un sistema seguro de custodia y transferencia de valores.

Finalmente tenemos las reformas **desarrollistas**, en donde la autoridad juega un rol de vanguardia en el diseño de la arquitectura futura del mercado. Las figuras creadas en la ley, a veces no han sido probadas en otros mercados o bien, su éxito futuro es incierto o responden a propuestas extranjeras poco conocidas localmente. Este sería el caso en Chile de la reforma de gobiernos corporativos en el año 2000, que incorporó elementos bastante novedosos para el estándar de Chile, incluso antes de que mundialmente este tema adquiriera la atención que hoy recibe. Otras reformas, pecan de optimistas. Por ejemplo, la oferta de valores extranjeros (comúnmente llamada bolsa off-shore), en donde los legisladores tuvieron una percepción distinta del verdadero atractivo de la plaza local como alternativa de financiamiento.

En muchas ocasiones algunas de estas reformas desarrollistas no representan más que la culminación o la representación formal de un esfuerzo mayor por parte de la industria y las autoridades. Por ejemplo la promulgación de un requerimiento de elevación de exigencias de operación o la certificación de profesionales, se haría peligrosamente inaplicable si es que no se desarrolla un plan previo y se toman los debidos cálculos antes de aplicar exigencias.

La herramienta tributaria como elemento de reforma desarrollista, no puede dejarse de lado. Los impuestos juegan un rol central en la construcción de una arquitectura del mercado de valores. Importantes desarrollos en el mercado se deben a las reformas centradas en aspectos tributarios. Por ejemplo, la primera regulación de fondos mutuos en Chile data de 1960 y sus disposiciones, en lo sustancial, mantienen su vigencia en el repetidamente modificado DFL 1.328. Sin embargo, contrariamente a lo que pudiera suponerse, la norma de 1960, pretendía generar un mecanismo a través del cual se concedieran ventajas tributarias a los ahorrantes en el mercado de valores. El aspecto tributario, también ha sido el eje central de de otras reformas en el mercado de valores en Chile, como aquellas en torno al mercado de empresas emergentes y el ahorro previsional voluntario.

Resumiendo, se puede hablar de cuatro grandes motivaciones para promulgar cambios legales en el mercado de valores. Evidentemente un gran número de reformas sin la relevancia de las anteriores, podrían obedecer o a razones de optimización, mejoramientos marginales o adaptaciones a cambios graduales del mercado. Sin

embargo, este esquema, sin pretender ser exhaustivo, propone explicar las principales modificaciones legales realizadas al menos en la industria chilena.

Esta mirada propuesta de la experiencia en Chile, podría no ser aplicable a los futuros desarrollos en otras jurisdicciones con menor desarrollo y con reciente implementación de una regulación de valores. Ello no sólo vienen dado por un problema de secuencia, sino que por la posibilidad de adaptar regulaciones (y experiencias) extranjeras en el marco de una creciente tendencia hacia la convergencia regulatoria. Esta sería una quinta motivación para hacer reformas y ha estado surgiendo con fuerza desde principios de la presente década, siendo probablemente más fuerte que el resto de las anteriores.

Efectivamente la regulación de valores, tiene un cariz diferente al que tenía a principios de los setenta, que es la etapa inicial de estudio de este artículo. Esto hace parecer la trayectoria descrita en este artículo probablemente hasta nostálgico. Cada vez adoptan más vigor las directrices y recomendaciones propuestas por organizaciones internacionales emisoras de estándares y principios, principalmente IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores), pero también en materias de estándares contables (IASB, International Accounting Standards Board), compensación y liquidación de valores (BIS, Bank for International Settlements, en conjunto con IOSCO) y gobierno corporativo (OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico). Asimismo, la regulación de valores en la Unión Europea tiende a homogeneizarse gracias a la emisión de directivas en esta materia. Las directivas europeas podrían no solamente representar una regulación común para los integrantes de la Unión Europea sino que un referente principal para el resto de los reguladores mundiales.

En definitiva, la tendencia de los estándares y principios tiende a profundizar no sólo en cuanto al ámbito de aplicación sino que también en cuanto a lo específico de las recomendaciones. Asimismo, dichas recomendaciones, tienden a constituir una suerte de vara de medición de las regulaciones y prácticas locales desde una perspectiva internacional, lo que tiene consecuencias no triviales, como por ejemplo, la percepción de los inversionistas globales en relación a la calidad de los mercados locales. Toda esta corriente, que era inexistente a durante los años setenta e incluso gran parte de los años ochenta, hoy permitiría hipotetizar que las reformas legales del futuro deberán basarse en gran parte en el estado del arte a nivel europeo y norteamericano. Alejarse de ellas contiene un costo cuyos beneficios son a lo menos inciertos.

5.3 Conclusiones

El desarrollo del mercado de valores en ha estado estrechamente ligado a la evolución de las leyes que lo norman. En Chile, al menos, es indudable que las reformas legales explican mucho. Una estructura legal coherente y legalmente sólida constituye una base esencial de desarrollo para la industria.

La ley ha estimulado la participación, restringido actuaciones, creado nuevas figuras y acomodado el desarrollo de iniciativas privadas. Sin duda también en ocasiones, ha resultado insuficiente o ha sido diseñada con excesivo optimismo. Cualquiera sea la evaluación con que pueda hacerse del marco legal desde el año 1974 en Chile, sus reformas paulatinamente han dejado de adoptar un carácter épico, por diversas razones. Particularmente la madurez del mercado de valores y el menor espacio para innovar en un contexto de convergencia regulatoria contribuye a esta situación. Dicha convergencia está redibujando el mecanismo de desarrollo regulatorio alrededor del mundo. El

establecimiento de estándares internacionales reduce el espacio para la innovación y para ensayos y quizás, esperanzadoramente también, para errores

Un desafío futuro para los diseñadores de políticas en el futuro será diseñar mecanismos para hacer que los nuevos cambios legales representen más bien adaptaciones marginales en un marco de mayor autorregulación y una supervisión eficaz y con un mayor énfasis en principios y menos en reglas.