Una década de avances en la regulación legal de la actividad económica, especialmente en su vertiente financiera. Los desafíos pendientes.

Francisco Pfeffer Urquiaga

Director del Departamento de Derecho de la Empresa
Facultad de Derecho
UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

Con motivo de la celebración de los 10 años de ininterrumpida publicación de la revista "Actualidad Jurídica", se nos ha invitado a realizar un breve comentario sobre las principales reformas legales aprobadas en el decenio 1999-2009 y que inciden en la regulación de la actividad económica, especialmente en su vertiente financiera. Es nuestra opinión que en este ámbito el comentario debe necesariamente referirse a los siguientes tópicos. (i) Perfeccionamiento de normas sobre gobiernos corporativos y nuevas regulaciones sobre cambios de control (Ley N° 19.705, de diciembre del año 2000); (ii) Sucesivos perfeccionamientos y modernizaciones de las normas que regulan el funcionamiento del mercado de capitales (que se coronan con la Ley N° 20.190, de mayo del año 2007); (iii) Nueva institucionalidad de defensa de la libre competencia (Ley N° 19.911, de noviembre del año 2003); y (IV) Desafíos pendientes.

I. Perfeccionamiento de normas sobre gobiernos corporativos y nuevas regulaciones sobre cambios de control.¹

Ciertos eventos corporativos ocurridos a fines de la década de los noventa dejaron al descubierto la necesidad de perfeccionar las normas sobre gobiernos corporativos de las empresas privadas y aquellas referidas a los cambios de control que pudieran ocurrir al interior de las mismas.²

¹ Un estudio más completo sobre las reformas introducidas por la Ley N° 19.705 puede consultarse en PFEFFER URQUIAGA, Francisco, y PFEFFER URQUIAGA, Germán (2002), *Reforma a la Legislación de Mercado de Capitales* (Santiago, LexisNexis), Tomo I.

² Entre otros, recuérdese los casos de toma de control del Grupo Enersis por parte de la española ENDESA ESPAÑA, más conocido como "Caso Chispas"; la disputa por el control de Endesa Chile por ENDESA ESPAÑA y la norteamericana DUKE ENERGY INTERNATIONAL; la toma de control de CAMPOS CHILENOS S.A. por la sociedad española AZUCARERA EBRO, ocurrida en marzo de 1999; y la venta,

Ya en esos años la evidencia empírica demostraba la directa relación existente entre la adecuada y efectiva protección del accionista minoritario y el desarrollo del mercado de capitales y la estrecha vinculación entre el desarrollo de éste con el crecimiento de la economía de un país.

No hay duda de que una mejor y más eficiente institucionalidad de defensa de los accionistas no controladores, una normativa que promueva mayor rapidez y agilidad en la entrega de información y más transparencia en los mercados, todo ello unido a mayores exigencias y responsabilidades para quienes dirigen y administran las compañías, origina grandes externalidades positivas. Mayores facilidades para la creación de valor, mejor repartición de los riesgos, disminución en el costo del capital, liquidez, profundidad, participación y dinamismo, son algunas de las ganancias sociales que originan estas regulaciones.

La percepción del público inversor de que el ordenamiento jurídico es débil e ineficaz en la protección de sus derechos, al quedar expuesto a abusos y expropiaciones de riqueza no sancionadas al no existir una institucionalidad ágil y eficiente que los ampare, es una barrera insalvable en el desarrollo del mercado de capitales, lo que redundará en significativas pérdidas de eficiencia en el proceso económico, con el consiguiente costo social que ello acarrea para la economía.

Los esfuerzos regulatorios que se iniciaron en la década de los noventa han apuntado –y siguen apuntando– en esa dirección. Fortalecer la institucionalidad legal de defensa de todos los accionistas, sean o no parte de los pactos de control que gobiernan las empresas, e incrementar las exigencias y responsabilidades de directores y administradores de las mismas.

En efecto, después de una tramitación de casi dos años, en diciembre del año 2000 fue publicada la Ley N° 19.705, más conocida como ley de OPAs.³

En materia de gobierno corporativo, los principales aspectos que fueron abordados por este cuerpo legal son los siguientes:

en agosto de 1999, que el directorio de Telefónica CTC Chile aprobó, en votación dividida, de Telefónica Net a una filial de Telefónica España (que concentraría los negocios de Internet de la empresa holding a nivel mundial) por un precio de US\$ 40 millones más el pago de una deuda ascendente a US\$ 10 millones.

³ Ley N° 19.705, Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (Opas) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos, Diario Oficial, 20 de diciembre de 2000. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remitase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

1. Perfeccionamiento de las normas sobre regulación de conflictos de interés

Se sabe que las operaciones con parte relacionada son el principal vehículo que en la práctica se utiliza por el controlador para extraer riqueza de la compañía.

La norma perfeccionada –artículo 44 de la Ley N° 18.046–⁴ exige ahora que aquellas operaciones en las que un director tenga interés deban ser conocidas y aprobadas previamente por el Directorio y deban ajustarse en su materialización a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado.

A efectos de no rigidizar el desarrollo de los negocios sociales, distingue a las operaciones de monto relevante de aquellas que no lo son. Respecto de las primeras, que son aquellas en que el acto o contrato supera el 1% del patrimonio social siempre que exceda de 2.000 UF, y en todo caso si excede de 20.000 UF, exige que el Directorio se pronuncie en forma previa si ésta se ajusta o no a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado.

Si existen tales condiciones en el mercado, el apearse a las mismas es una garantía para los accionistas no controladores de que no hay mejores condiciones disponibles para ejecutar la operación, por lo que ningún reproche podrá formularse a quien decide ajustarse a las mismas.

Si no existen tales condiciones de mercado, el Directorio, con abstención del director con interés, puede aprobar o rechazar la operación o instar por la designación de evaluadores independientes que analicen la misma. En cualquiera de los dos primeros casos tendrá que justificar su decisión ante los accionistas, cuestión que no le será fácil al no existir en el mercado condiciones con las cuales comparar las condiciones con las que aprobó o rechazó la operación. Además, en el evento de ser demandado y siempre que la junta extraordinaria de accionistas no hubiere aprobado la operación, será de su cargo probar que la operación se ajustó a condiciones de mercado, lo que será de suyo difícil, al haber él mismo declarado que tales condiciones no existían.

Si se opta por designar evaluadores independientes, estos serán los que se pronuncien sobre las condiciones de la operación, señalando la forma en que se proponga pagar el precio cuando sea en bienes que no consistan en dinero.

⁴ Ley N° 18.046, Ley de Sociedades Anónimas, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

En este caso, la decisión que finalmente adopte el Directorio tendrá como respaldo el informe de los evaluadores independientes.

Adicionalmente, los accionistas que representen al menos el 5% de las acciones emitidas con derecho a voto y que estimen que las condiciones no son favorables a los intereses sociales o las evaluaciones fueren substancialmente distintas entre sí, podrán solicitar al Directorio que se cite a junta extraordinaria de accionistas para que sea ésta la que resuelva con el acuerdo de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto.⁵

Un mecanismo que sin duda contribuye a fortalecer la protección legal de los accionistas no controladores ante eventos corporativos que son una clara tentación para la extracción de riqueza por parte del controlador.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe hacer presente que actualmente se tramita ante el Congreso Nacional un proyecto de ley –Mensaje 563–355, de 28 de agosto de 2007 (boletín N° 5301-05)– que modifica sustancialmente este mecanismo. Crea un nuevo título –el XVI– en la Ley N° 18.046 para regular las operaciones entre partes relacionadas de las sociedades anónimas abiertas y mantiene el mecanismo del actual artículo 44, con algunas modificaciones, sólo para las operaciones con parte relacionada que realicen las sociedades anónimas cerradas. Su estudio será motivo de un comentario posterior.

2. Obligación de establecer Comité de Directores

Siguiendo la tendencia existente en la legislación comparada, el legislador de la Ley N° 19.705 se decidió por imponer la obligación de constituir Comités de Directores en ciertas circunstancias.

En la experiencia internacional han terminado por transformarse en una especie de fiscalizador de la actividad societaria, informando al mercado en caso de infracciones de los directores a sus deberes y responsabilidades o alertando sobre la materialización de eventos corporativos mayores, como transacciones que la sociedad realice con partes relacionadas o tomas de control en cualquiera de sus formas. También han contribuido a evitar que sea el controlador el que decida su propia fiscalización.

Con ellos se pretende fortalecer la autorregulación al interior de las sociedades, haciendo más eficiente el desempeño del Directorio al incorporar mayor fisca-

⁵ Así ocurrió en el caso de la venta del negocio de la telefonía móvil que la filial de Telefónica CTC Chile hizo a la también filial de su matriz Telefónica España. En la junta extraordinaria de accionistas convocada a petición de los no controladores, se logró incrementar en más de 50 millones de dólares el precio que ofrecía pagar el comprador.

lización en las actividades que realiza la administración, incluidos los directores vinculados a los accionistas controladores. Ello permite minimizar los conflictos de interés en aquellas sociedades en donde los directores de mayoría muchas veces tienen intereses contrapuestos con los intereses sociales.

De acuerdo a lo dispuesto por el actual artículo 50 bis de la Ley N° 18.046 (LSA), deben designar Comité de Directores las sociedades anónimas abiertas que tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 UF. El mismo precepto indica que sus atribuciones son las de examinar los informes de los inspectores de cuenta y auditores externos y los balances presentados por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas y pronunciarse respecto de éstos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación; proponer al Directorio los auditores externos y los clasificadores privados de riesgo que serán sugeridos a la junta de accionistas; examinar los antecedentes relativos a las operaciones realizadas con partes relacionadas –tanto las indicadas en el artículo 44 como a las señaladas en el artículo 89, ambas de la LSA–; examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los gerentes y ejecutivos principales; y las demás que señalen los estatutos o le encomiende la junta de accionistas.

El Comité debe estar integrado por 3 miembros, la mayoría de los cuales deben ser independientes al controlador. Se entenderá que el director es independiente cuando al sustraer de su votación los votos provenientes del controlador o de sus personas relacionadas hubiese resultado igualmente electo. Si no hubiere suficientes directores independientes, este Comité, que de todos modos se debe constituir, podrá integrarse con mayoría de directores vinculados al controlador.

El Comité tendrá su propio presupuesto, que será fijado por la junta de accionistas. Con cargo a este presupuesto podrá contratar las asesorías e informes que estime convenientes. El Comité deberá presentar un informe de la actividad desarrollada y los gastos en que ha incurrido a la junta de accionistas, el que deberá incluirse en la memoria anual.

Los directores que integren el Comité en el ejercicio de las funciones que se señalan, además de la responsabilidad inherente al cargo de director, responden solidariamente de los perjuicios que causen a los accionistas y a la sociedad.

Se trata, sin duda, de un eficiente mecanismo interno de control de la administración que ha contribuido significativamente a inhibir conductas y a evitar situaciones en que el interés social pueda verse lesionado.⁶

⁶ En el caso indicado en la nota anterior, fue precisamente el Comité de Directores el que alertó a los accionistas sobre la referida operación.

Sin embargo, las dificultades operativas que en la práctica han presentado los Comités de Directores llevaron al Ejecutivo a proponerle sustanciales reformas en el proyecto de ley referido en lo que antecede y que actualmente se tramita en el H. Congreso Nacional. La idea que inspira estas reformas es extender la exigencia de su establecimiento a más sociedades anónimas abiertas y fortalecer el concepto de que lo integren directores que sean realmente independientes del controlador y del emisor en que tal director se desempeña.

3. Mayores exigencias para la realización de ciertas operaciones sociales

En línea con la filosofía que inspiró el proyecto que luego fue la Ley N° 19.705 y a partir de la reiterada ocurrencia de prácticas que afectaban los derechos de los accionistas no controladores, se aprobaron una serie de cambios enfocados precisamente a desterrar aquellas conductas lesivas para sus derechos. Entre otras, podemos mencionar a las siguientes:

a) Mayores exigencias para la enajenación de activos y constitución de garantías. Como se sabe, la norma anterior a la reforma exigía los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto para acordar la enajenación del activo y pasivo de la sociedad o del total de su activo. Ello hacía fácilmente vulnerables los derechos de los accionistas minoritarios, pues bastaba con que se enajenara una parte importante y esencial de los activos sociales sin que se requiriera para ello la aprobación de una junta extraordinaria de accionistas, puesto que la disposición legal exigía que se tratara del *"total del activo"* o del *"activo y pasivo"* de la sociedad. Bastaba dejar algunos activos de poca monta o importancia dentro de la sociedad para cumplir con la disposición, pues ésta requería la *"enajenación total del activo"*.

Este tipo de enajenaciones son de la mayor importancia y pueden traducirse en una importante pérdida para los accionistas no controladores al verse privados de parte significativa del patrimonio social sin siquiera ser consultada su opinión en junta de accionistas.

Fue precisamente en resguardo de tales accionistas que se modificó el número 9) del artículo 67 de la LSA. Ahora se exige el quórum de los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto para acordar la enajenación de un 50% o más de su activo, sea que incluya o no su pasivo. Igual quórum se requiere para la formulación o modificación de cualquier plan de negocios que contemple la enajenación de activos por un monto que supere el porcentaje antedicho. Para estos efectos se presume que constituyen una misma operación de enajenación aquellas que se perfeccionen por medio de uno o más actos relativos a cualquier bien social, durante cualquier período de 12 meses consecutivos. El mismo quórum se pide para acordar el otorgamiento de garantías reales o personales para caucionar obligaciones de terceros que excedan el 50% del

activo, excepto respecto de filiales, en cuyo caso la aprobación del Directorio será suficiente.

b) Nuevas causales que dan derecho a retiro. El derecho a retiro es uno de los mecanismos más eficientes y efectivos en la protección y amparo del accionista no controlador. Le permite salirse de la compañía cuando se produce algún evento corporativo que altera el riesgo de su inversión y que no esta de acuerdo en asumir. Tratándose de una sociedad anónima abierta, su ejercicio por parte del accionista permite se le restituya el monto de su inversión, según el valor bursátil de las acciones de que era titular.

A los acuerdos que dan origen a retiro y que están indicados en el artículo 69 de la LSA, se agregaron como nuevas causales la enajenación de un 50% o más del activo social, por las razones explicadas en lo que antecede; el otorgamiento de cauciones reales o personales para caucionar obligaciones de terceros que excedan el 50% del activo; y las demás que voluntariamente se establezcan en los estatutos o se dispongan por ley.⁷

c) Creación de una nueva categoría de ejecutivo. Con el propósito de evitar la habitual práctica de crear cargos no contemplados en la ley y que consecuentemente no conllevan la responsabilidad legal pertinente, como el de asesor del directorio, de vicepresidente ejecutivo u otros, se creó una nueva categoría de ejecutivo, la del *"ejecutivo principal"*, al que se le nivela en cuanto a responsabilidad con la de los directores.⁸

Se logra así hacer coherentes los requerimientos de información, responsabilidad y potenciales sanciones a que están sujetas todas las personas responsables de la administración de la sociedad, puesto que los *"ejecutivos principales"* tienen una injerencia equivalente a la de los gerentes y demás involucrados en la administración de la compañía.

4. Mayores facilidades en el funcionamiento de los Directorios

Con el propósito de facilitar la administración de las compañías en un escenario global y planetario, aprovechando los cambios tecnológicos, se permite

⁷ A modo de ejemplo, como nuevas causales legales que dan derecho a retiro y que se agregaron por la Ley N° 19.705, podemos citar la que se origina cuando la sociedad anónima deja de cumplir las condiciones para ser considerada abierta y la junta extraordinaria de accionistas acuerda por los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto que dejan de serle aplicables las normas de las anónimas abiertas. En este caso el accionista ausente o disidente tendrá derecho a retiro. Otro caso agregado también por la Ley N° 19.705 es el contemplado en el artículo 69 ter de la LSA.

⁸ Se entiende por ejecutivo principal a cualquier persona que tenga facultades relevantes de representación o decisión en la sociedad en materias propias del giro, independiente de la denominación que se les otorgue.

la participación de directores que no están físicamente presentes en la sesión correspondiente, al entender que participan en las sesiones aquellos directores que, a pesar de no encontrarse presentes, están comunicados simultánea y permanentemente a través de medios tecnológicos que autorice la Superintendencia (47, LSA).

Enfrentando un problema real de mucha frecuencia que origina incertidumbre en la gestión de la administración y dificulta la posibilidad de hacer efectiva la responsabilidad de los directores, el legislador se inclinó por establecer plazos para la firma de actas, tanto de las sesiones de Directorio, como de las juntas de accionistas. El presidente, el secretario y los directores que hayan participado en la sesión respectiva tanto en forma física como virtual no podrán negarse a firmar el acta que se levante de la misma. El acta correspondiente deberá quedar firmada y salvada, si correspondiere, antes de la sesión ordinaria siguiente que se celebre o en la sesión más próxima que se lleve a efecto (48 y 72, LSA).

A fin de dar transparencia a la gestión de administración se dispuso también que el Directorio debe informar en la memoria anual de la compañía el monto global de sus gastos (39, LSA).

En la misma idea de servirse de los avances tecnológicos y de facilitar la participación de los accionistas y gestión de la administración, en el proyecto en actual tramitación referido en lo que antecede, se incorporan, entre otras modificaciones, los ajustes necesarios para permitir el voto a distancia de los accionistas.

5. Nuevos legitimados activos para actuar en defensa de los intereses sociales

Una vieja discusión vino a zanjarse por el actual artículo 133 bis, introducido por la Ley N° 19.705. Fue larga la polémica entre quienes sostenían que sólo el Directorio de una compañía podía decidir el ejercicio de acciones judiciales por parte de esa compañía. Que el único legitimado activo para actuar en su nombre y representación era el Directorio. Ni cada director individualmente considerado ni un grupo de accionistas de la misma compañía tenía tal legitimación.

El nuevo artículo 133 bis de la LSA despeja el punto y reconoce a cualquier director o a un accionista o grupo de accionistas que representen a lo menos el 5% de las acciones emitidas por la sociedad, el derecho a demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, en nombre y beneficio de la sociedad.

El incremento en el número de legitimados activos origina un evidente efecto disciplinador en la conducta de los administradores vinculados al controlador, que tiende a inhibirlos de ejecutar conductas lesivas al interés social ante la posibilidad de que directores o accionistas no vinculados al controlador puedan demandarlos, lo que antes no ocurría.

6. Nuevo marco regulatorio para las tomas de control⁹

Hasta antes de la Ley N° 19.705 nuestra legislación carecía de un marco normativo orgánico y sistemático destinado a regular los procesos de tomas de control. Sólo se disponía de un conjunto de preceptos que imponían a quienes pretendían el control de una compañía el deber de informar y comunicar tal intención.¹⁰

Tal vacío normativo y la ocurrencia de una serie de eventos corporativos que generaron gran polémica y crítica pública por el desigual trato que recibieron los accionistas no vinculados al controlador saliente, como los indicados en la nota 2 anterior, forzaron la aprobación de un nuevo marco regulatorio al que deben ajustarse obligatoriamente los cambios de control.¹¹

Se trata del actual título XXV de la Ley N° 18.045¹² (LMV), que establece el mecanismo de la oferta pública de adquisición de acciones como medio para tomar el control de una compañía.

Todos los cambios de control que encuadren en alguna de las hipótesis que señala el artículo 199 de la LMV –que son la gran mayoría– deben someterse obligatoriamente al título XXV de la ley.

Esta nueva regulación asegura un trato igualitario, en términos de precio y condiciones en que se lanza la oferta, a todos los accionistas, sean o no controladores. Establece elevados niveles de exigencia en materia de información

⁹ Un estudio más completo sobre esta materia puede consultarse en PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2001): “Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 28 N° 1: pp. 113-141.

¹⁰ El marco normativo dentro del cual se concretaron las operaciones de toma de control anteriores a diciembre del año 2000, fecha de vigencia de la ley N° 19.705, estaba constituido básicamente por el antiguo artículo 54 de la ley de Mercado de Valores y, entre otras disposiciones complementarias, por los artículos 4° letra d), 12 y artículos 96 a 102, todos del mismo cuerpo legal

¹¹ Un estudio de algunos de estos casos puede consultarse en LEFORT, Fernando, y WIGODSKI, Teodoro (2008): “Una mirada al Gobierno Corporativo en Chile, casos emblemáticos”, Ediciones Universidad Católica de Chile.

¹² Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

que debe entregarse al mercado al momento de iniciar, desarrollar y concluir un proceso de toma de control. Impone nuevas obligaciones a los directores tanto de la sociedad objeto de la toma de control como a aquellos que lo son del controlador entrante, todas destinadas a revelar la existencia de conflictos de interés y a evitar que la administración de la sociedad objetivo de una toma de control la vaya a obstaculizar. Permite y regula las llamadas ofertas competitivas, lo que posibilita la disputa por el control de una compañía con el consiguiente beneficio para todos los accionistas que se aprovechan de las ventajas de todo proceso competitivo. En fin, tipifica un nuevo delito para quienes defraudaren a otros adquiriendo acciones de una sociedad anónima abierta sin efectuar una oferta pública de adquisición de acciones en los casos exigidos por la ley.

Al igual como ha ocurrido con los otros perfeccionamientos introducidos por la Ley N° 19.705, el proyecto de ley que actualmente se tramita en el H. Congreso Nacional recoge las inquietudes de los agentes de mercado sobre las falencias y defectos de esta regulación y le introduce ajustes y modificaciones en materia de ofertas públicas de adquisición de acciones.

En suma, un gran avance en la idea de generar un marco regulatorio que, por un lado, no se traduzca en un freno a los cambios de control, tan necesarios como eficientes en una economía de mercado, como por el otro, generando los resguardos y amparos para proteger los derechos de los accionistas que no participan en la dirección de los negocios ni en la gestión de estos eventos corporativos, pero que, al fin y al cabo, son los que les dan vida a los mercados.

7. Mayores responsabilidades para directores de sociedades anónimas¹³

Bajo este título se agrupan los diversos aspectos abordados por la reforma introducida por la Ley N° 19.705 y que, en definitiva, se tradujeron en nuevas obligaciones y mayores responsabilidades para los administradores y directores de sociedades anónimas.

Desde luego, cabe citar la nueva responsabilidad que le corresponde asumir al director que es miembro del Comité de Directores (50 bis, LSA). Este responde de culpa leve por todos los perjuicios que en el desempeño de la función de miembro del Comité cause a los accionistas y a la sociedad.

¹³ Un estudio más completo sobre esta materia puede consultarse en PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2000): "Nuevas normas sobre Gobierno Corporativo y mayores responsabilidades para los directores de sociedades anónimas", en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27 N° 3: pp. 485-499.

Tratándose de una operación con parte relacionada (44, LSA), pesa en el director la responsabilidad de probar que la operación se hizo ajustada a las condiciones de mercado, a no ser que la junta extraordinaria de accionistas apruebe la operación. Esta aprobación sólo lo libera de la carga de la prueba, pero no de aquella que lo hace deudor de la obligación de reparar los daños y perjuicios causados a la sociedad o a los accionistas con motivo de la operación.

Estar atento al nuevo instrumento de control que sobre los actos del controlador le entrega el artículo 133 bis de la LSA, en el sentido de que la responsabilidad de que es titular también le es exigible por omisión, por no actuar o demandar cuando las circunstancias así lo aconsejan.

Enfrentado a una operación de cambio de control (207, LMV), no podrá participar en decisiones de la administración que importen obstaculizar la operación, como aquellas destinadas a la adquisición de acciones de propia emisión, resolver la creación de filiales, enajenar bienes del activo que representen más del 5% del valor total de éste, etc. Deberá facilitar la entrega de información a quien ha decidido lanzar la oferta de adquisición de acciones y deberá informar sobre la conveniencia de la oferta para los accionistas, precisando en este informe qué relación tiene con el controlador de la sociedad y con el oferente y qué interés pudiera tener en la operación.

En fin, en materia de delitos descritos en los artículos 59 y 60 de la LMV, se incrementan las conductas tipificadas como delito penal, con el consiguiente aumento de responsabilidad para el director.

En suma, y sin perjuicio de lo dicho en relación con las reformas en actual tramitación en el H. Congreso Nacional, se trata de avances significativos en el perfeccionamiento de una institucionalidad legal destinada a dar igual protección a todos los accionistas de una sociedad, sean o no controladores de la misma, en la idea de que ello potencia el desarrollo del mercado de capitales nacional.

II. Sucesivos perfeccionamientos y modernizaciones de las normas que regulan el funcionamiento del mercado de capitales

Difícil labor es la de sistematizar las normas que en el último decenio se han dictado para perfeccionar y modernizar el funcionamiento del mercado de capitales. Son una gran cantidad de leyes. Muchas de las cuales modifican parcial o totalmente los textos matrices de las instituciones y agentes que operan y forman parte del mercado, como las comentadas en el capítulo I que antecede. Otras, en cambio, han creado nuevas estructuras e instrumentos financieros o

se han enfocado en el establecimiento de incentivos tributarios que hacen más atractiva la participación de los diversos inversores en el mercado.

Fueron las Leyes N°s 19.705, 19.768, 19.769, 19.795, 20.190, 20.255 y 20.343,¹⁴ entre otras de menor significación, las que introdujeron sustanciales modificaciones a los cuerpos legales que regulan a bancos comerciales, administradoras de fondos de pensiones, administradoras generales de fondos, administradoras de fondos mutuos, de fondos de inversión, de inversión de capital extranjero, bolsas de valores, intermediarios de valores, entidades de depósito y custodia de valores, compañías de seguros, mercado de valores, sociedades anónimas abiertas, sociedades securitizadoras, que crearon nuevas entidades e instrumentos financieros y establecieron incentivos tributarios de relevancia para todos quienes participan en el mercado de capitales, sea como ahorrantes o inversionistas.

Sistematizando las modernizaciones y perfeccionamientos concretados, entre otros, a través de los cuerpos legales indicados en lo que antecede, destacamos las siguientes:

1. Precisión del concepto de sociedad anónima

La actual redacción del artículo 2° de la LSA se debe a las reformas introducidas por las Leyes N°s 19.705 y 19.769. Con ellas se pretendió acotar el concepto de sociedad anónima en la ley, sin tener que recurrir al reglamento; precisar que las anónimas cerradas que se inscriban voluntariamente en el registro de valores pasan a ser fiscalizadas por la SVS, aunque no hagan oferta pública de sus valores y que las anónimas abiertas aunque no hagan oferta pública de sus valores quedan igualmente sometidas a las normas concebidas para las anónimas abiertas y sujetas a la fiscalización de la SVS. Además, la SVS quedó

¹⁴ Ley N° 19.705, Regula las Ofertas Publicas de Adquisición de Acciones (Opas) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos, Diario Oficial, 20 de diciembre de 2000.

Ley N° 19.768, Introduce adecuaciones de índole tributaria al Mercado de Capitales y flexibiliza el mecanismo de ahorro voluntario, Diario Oficial, 7 de noviembre de 2001.

Ley N° 19.769, Flexibiliza las inversiones de los Fondos Mutuos y Compañías de Seguro, crea la Administradora General de Fondos, facilita la internacionalización de la banca y perfecciona leyes de Sociedades Anónimas y de Fondos de Inversiones, Diario Oficial, 7 de noviembre de 2001.

Ley N° 19.795, Modifica DL N°3.500, en materia de Inversión de los Fondos de Pensiones, Diario Oficial, 28 de febrero de 2002.

Ley N° 20.190, Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el Fomento de la Industria de Capital de Riesgo y continúa el proceso de modernización del Mercado de Capitales, Diario Oficial, 5 de junio de 2007.

Ley N° 20.255, Establece Reforma Provisional, Diario Oficial, 17 de marzo de 2008.

Ley N° 20.343, Modifica distintos cuerpos legales con el objeto de mejorar las condiciones de financiamiento para personas y empresas, Diario Oficial, 28 de abril de 2009.

Cada vez que en el texto de este trabajo se cite alguno de los cuerpos legales indicados en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

facultada para establecer categorías de sociedades anónimas abiertas para efectos de la fiscalización, cuando se trate de sociedades que no hagan oferta pública de sus valores o que la transacción de los mismos no sea relevante para el mercado de valores.

2. Supresión de acciones privilegiadas con preeminencia en el control

En la idea de proteger y resguardar los derechos de los accionistas minoritarios de una norma que no contenía mayores limitaciones –salvo las indicadas en el artículo 20 de la LSA– para el establecimiento de privilegios que dieran una preeminencia en el control de la compañía, se pasó a otra –actual artículo 20 de la LSA–, que sólo las permite limitadas a cinco años, pudiendo prorrogarse por acuerdo de la junta extraordinaria de accionistas.¹⁵

3. Perfeccionamiento del mecanismo de la autocartera e introducción de los *stocks options*

No obstante los riesgos que la literatura especializada reconoce en la adquisición por la sociedad de acciones de propia emisión, el legislador de la Ley N° 19.705 se inclinó por permitirla, sujeta, empero, a estrictas regulaciones.¹⁶

Así, sólo podrán adquirir acciones de su propia emisión las sociedades anónimas cuyas acciones tengan transacción bursátil, siempre que ello sea acordado en junta extraordinaria de accionistas por las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, se haga sólo hasta el monto de las utilidades retenidas y sea proporcional al número de acciones de cada serie, si hubiere serie de acciones, quedando, en todo caso, sujeta a un límite temporal y al monto máximo del 5% de las acciones suscritas y pagadas de la sociedad.

¹⁵ Modificación aprobada por Ley N° 19.705. Ver nota anterior.

¹⁶ Como ventajas de la autocartera se suelen indicar: es un medio eficiente para facilitar la ejecución de determinadas operaciones sociales, como reducciones de capital, operaciones de colaboración empresarial, de selección del accionariado, de defensa ante ataques hostiles al control de la sociedad, de captación de fondos ajenos, de eliminación de series especiales de acciones, de liquidación de la sociedad, y como factor de estabilidad de la sociedad, entre otros. Adicionalmente permite la distribución de acciones propias entre los trabajadores mediante el mecanismo del *stock options*. Como peligros de la autocartera se señalan: eventuales perjuicios a los acreedores, ya que al adquirir acciones de su propia emisión con cargo al capital de la sociedad, los intereses de los acreedores se ven afectados, ya que se quiebra la función de garantía que el capital social desempeña en las sociedades anónimas; a los accionistas de la sociedad, ya que el derecho de voto debe ser equivalente y proporcional al capital suscrito respectivo, principio que puede verse afectado con las operaciones de autocartera, en beneficio del accionista controlador, afectando el principio de paridad de trato entre los accionistas; o al precio real de la acción determinado por el mercado de valores al verse distorsionado el valor real de la acción por las compras del emisor, ya que existe el riesgo de que la sociedad emisora utilice las operaciones de autocartera como instrumento para la manipulación de la oferta y demanda de sus valores en el mercado, incurriendo en una especulación abusiva.

De igual modo, la adquisición de tales acciones quedó sujeta a un estricto procedimiento, en términos que deberán llevarse a cabo en bolsas a través de sistemas que permitan la adquisición a prorrata de las acciones recibidas, entre otras exigencias, lo que asegura la adquisición a precio de mercado y el respeto del principio de igualdad de trato de los accionistas.

De otro lado, mediante el mecanismo de los *stocks options* se pretende alinear los intereses de los trabajadores con los de la compañía. Incentivar al factor trabajo, inclusive al cuadro ejecutivo, a mejorar los niveles de productividad y a percibir el beneficio que ello origina mediante la adquisición de acciones de la compañía cuyo precio reflejará la mayor eficiencia productiva de la empresa. Para estos efectos se permite que en los aumentos de capital de una sociedad anónima abierta pueda contemplarse que hasta un 10% de su monto se destine a planes de compensación de sus propios trabajadores o de sus filiales. Se permite que los trabajadores suscriban –con cargo a futuras indemnizaciones, remuneraciones, etc.–, hasta un 10% de acciones de la compañía. Se produce así un compromiso efectivo con el desarrollo del giro social. En la parte que se entrega a los trabajadores, los accionistas no gozarán de la opción preferente a que se refiere el artículo 25 de la LSA. El plazo para suscribir y pagar las acciones por parte de los trabajadores dentro de un plan de compensación podrá extenderse hasta por cinco años, contado desde el acuerdo de la junta de accionistas respectiva.

4. Creación de las Administradoras Generales de Fondos

Fue la Ley N° 19.769 la que innovó en la creación de esta nueva estructura denominada Administradora General de Fondos al agregar un nuevo título XXVII a la LMV. Ella permite que bajo una misma sociedad administradora se puedan administrar fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de inversión de capital extranjero, fondos para la vivienda y cualquier otro tipo de fondo cuya fiscalización sea encomendada a la SVS. Es indudable que esta nueva estructura ha permitido llevar a cabo una mejor asignación de recursos para la administración de fondos, lo que ha posibilitado compartir y optimizar los recursos usados dentro de los fondos administrados y, por otro lado, ha mejorado la calidad del proceso de toma de decisiones de inversión, al contar con mayores recursos financiados por un volumen mayor de activos administrados. Esta sinergia ha resultado en mejores servicios para los inversionistas, y una mayor cantidad de alternativas de nuevos fondos en el mercado, por distintos administradores.

Asimismo, los ahorros de costos en la Administración de Fondos ha posibilitado que las comisiones de administración sean menores, beneficiando de esta manera a toda la industria de fondos de terceros, ampliando su cobertura y competencia con proveedores de servicios extranjeros.

5. Creación de las Agencias de Garantía o de Crédito

Es la Ley N° 20.190¹⁷ la que recoge una antigua aspiración del sector financiero para facilitar el financiamiento sindicado al que concurre gran cantidad de acreedores y bancos comerciales.

La agencia de créditos o garantías es un contrato colectivo de mandato, en virtud del cual dos o más acreedores acuerdan designar un agente común que les represente en el otorgamiento o gestión de sus créditos, o en la constitución, modificación o extinción de sus garantías, o en ambos, y para el ejercicio mancomunado de los derechos que emanen de tales créditos o garantías. La agencia debe ser expresamente aceptada por el deudor. Prestado este consentimiento, es irrevocable por la sola voluntad del deudor.¹⁸

Tratándose de proyectos de financiamiento de cierta envergadura, que tienen a su vez cauciones de distinta naturaleza, es común que se establezca a favor de los acreedores un sistema en virtud del cual una persona designada al efecto hace las veces de pantalla para todos los participantes en los intereses del crédito. Si bien la práctica comercial ha sido capaz de crear tinglados contractuales que de algún modo han dado una solución práctica a tal necesidad, ello no ha permitido superar la falta de certeza jurídica que se produce cuando se hacen cesiones de participación en los créditos y éstas no son anotadas en los registros correspondientes, lo que se refleja en el encarecimiento de las tasas de interés o en algunos factores de descuento especiales aplicados en la cesión de esas participaciones.

Para superar tales inconvenientes y recoger en nuestra legislación una institución de larga raigambre en el derecho comparado, se crea la figura del Agente de Garantía.

Por consiguiente, será en favor de esta entidad que se constituyen las garantías, quien las recibe y acepta a nombre propio pero por cuenta y beneficio de los bancos que en el futuro ostentarán la calidad de acreedores del crédito que se trate, disminuyendo los costos de transacción relativos a los créditos sindicados.

¹⁷ Un estudio más completo sobre las reformas aprobadas por la Ley N° 20.190 puede consultarse en PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2007 y 2008): "Algunos comentarios y antecedentes en torno a las reformas introducidas a la legislación de mercado de capitales por la llamada MK2", primera y segunda parte, en *Revista Actualidad Jurídica*, N° 16: pp. 247-290 y N° 17: pp. 315-349.

¹⁸ La agencia de garantías tiene un antecedente primario en el artículo 119 de la Ley de Mercado de Valores, el cual se refiere específicamente a la posibilidad de designar a una persona para que reciba en favor de los tenedores de bonos aquellas garantías que se establezcan para el pago de éstos.

En suma, se crea una entidad que viene a suplir un importante vacío existente en nuestra legislación que dará claridad contractual para que los agentes de garantías tengan un marco legal claro y que permitirá abaratar los costos transaccionales en operaciones comerciales de financiamiento.

6. Creación de la Sociedad por Acciones como nuevo tipo societario

La existencia de este nuevo tipo societario también se le debe a la Ley N° 20.190.

Fue concebido como un instrumento de fomento al desarrollo del capital de riesgo. Sólo una estructura liviana y flexible permite que los inversionistas en capital de riesgo puedan hacer valer directamente sus derechos en la forma pactada, sin pasar por medio de intrincadas alternativas legales diseñadas para dar cabida a las especificidades puntuales de un proyecto y sus condicionantes financieras.

Mayor flexibilidad fundamentalmente en tres aspectos: administración, estructura de capital y transferencia de acciones, ámbitos en los que el nuevo tipo societario innova en relación con la regulación de la anónima tradicional.

En suma, la creación de este nuevo tipo societario apunta a flexibilizar las estructuras jurídicas existentes para favorecer a aquellas pequeñas sociedades que amparan proyectos de capital de riesgo, industria esta en la que actualmente se recurre muchas veces a complejas construcciones contractuales para evadir disposiciones perentorias de la Ley de Sociedades Anónimas, la que por su esencia está dirigida principalmente a las anónimas abiertas, pero cuyas normas son residualmente aplicables también a las cerradas, con toda su rigidez, por lo que cuando las partes en un negocio buscan ampararlo recurriendo a la estructura jurídica de las sociedades anónimas cerradas, se encuentran con todas las dificultades propias de una legislación que no está particularmente diseñada para acoger proyectos de capital de riesgo.

7. En reemplazo de todas las anteriores, se establece una nueva prenda sin desplazamiento y se crea un nuevo Registro de Prendas sin Desplazamiento

Se sabe que las garantías son elemento clave en la industria financiera, al elevar la calidad crediticia de un deudor, dándole acceso al financiamiento si no lo tuviere o bien permitiéndole obtenerlo en condiciones más competitivas. La mayor o menor facilidad de acceso al crédito es un factor relevante en la generación de nuevos proyectos de inversión. El incentivo a tales inversiones puede lograrse no sólo a través de asistencia o fomento directo, sino que también en

virtud de mejoras efectivas en la infraestructura y tecnología contractual que organiza la industria del crédito de otros productos financieros accesorios.

Antes de la vigencia de la Ley N° 20.190, nuestro sistema legal contemplaba siete tipos de prendas, ninguna de las cuales solucionaba por sí sola todas las necesidades que la actividad comercial y crediticia requiere.¹⁹

Por consiguiente, con la finalidad de contar con un sistema único y ágil de constitución de garantías se sustituyeron todas las prendas sin desplazamiento existentes hasta esa fecha, por una única prenda sin desplazamiento, prohibiéndose la constitución de las otras prendas especiales, esto es, la actual prenda sin desplazamiento, la agraria, la industrial y la de compraventa a plazo, a fin de eliminar la incertidumbre que se produce respecto de bienes gravados con más de una de aquellas prendas. Con todo, se dispone que las prendas constituidas bajo el imperio de dichas leyes mantienen su vigencia y continúan rigiéndose en todo de acuerdo con tales reglas a menos que las partes de las mismas voluntariamente deseen migrar al nuevo sistema.²⁰

Adicionalmente se propuso la creación del Registro de Prendas sin Desplazamiento, centralizado y electrónico, que facilitará la información y seguridad en la creación de nuevas prendas. Este sistema tendrá carácter nacional y será administrado por el Servicio de Registro Civil e Identificación.

Al entrar a regir este nuevo estatuto, todos los regímenes que regulaban prendas sin desplazamiento quedaron derogados, subsistiendo en la actualidad sólo la prenda con desplazamiento regulada en el Código Civil, en el Código de Comercio y en la Ley N° 4287, sobre prenda de valores mobiliarios a favor de los bancos.

Lo anterior facilitará el manejo y constitución de esta forma de garantía, con los consiguientes efectos favorables, en término de costos, para los deudores que requieran financiamiento.

¹⁹ Tales prendas eran: la prenda civil, regulada por el Código Civil; la prenda comercial, regulada por el Código de Comercio; la prenda de valores mobiliarios a favor de los bancos, regulada por la Ley N° 4.287; la prenda agraria, regulada por la Ley N° 4.097; la prenda sobre compraventa de cosas muebles a plazo, regulada por la Ley N° 4.702; la prenda industrial, regulada por la Ley N° 5.687; y la prenda sin desplazamiento, regulada por la Ley N° 18.112.

²⁰ De consiguiente, sólo se mantienen vigente los regímenes que regulan las prendas con desplazamiento, esto es, la prenda del Código Civil, del Código de Comercio y la prenda de valores mobiliarios a favor de los bancos, regulada por la Ley N° 4.287.

8. Perfeccionamientos a la ley tributaria para incentivar la mayor participación de ahorrantes e inversores en el mercado de capitales

Se trata básicamente de reformas al DL N° 824, DL N° 825 y DL N° 3.475²¹ para hacer más atractiva la inversión en diversos instrumentos financieros por parte de los ahorrantes e inversores que operan en el mercado de valores.

En apretada síntesis cabe destacar las siguientes:

a) Los cambios a la ley tributaria introducidos por la Ley N° 19.705 estuvieron orientados a regular los efectos impositivos que pudiera producir la autorización dada a las sociedades anónimas para adquirir acciones de su propia emisión. Se presumirá de derecho que existe habitualidad en el caso de enajenación de acciones adquiridas por el enajenante de conformidad a lo previsto en el artículo 27 A de la LSA, en los términos explicados en lo que antecede. Adicionalmente se establece que quedarán también afectas al impuesto a la renta las sociedades anónimas que hubieren adquirido acciones de su propia emisión y que no las enajenaren dentro del plazo de veinticuatro meses contados desde su adquisición. En este caso el impuesto se aplicará sobre la cantidad que la sociedad hubiere destinado a la adquisición de tales acciones.

b) Uno de los esfuerzos más potentes por estimular desde la perspectiva de los incentivos tributarios el desarrollo de los mercados accionarios y de bonos se encuentra en la Ley N° 19.768 –que en conjunto con la Ley N° 19.769 son más conocidas como MK1–, ya que fueron esos textos legales los que finalmente acogieron las aspiraciones más deseadas por los operadores de los mercados financieros. Se facilitan las **operaciones de venta corta de valores**²² –acciones o bonos– en cuanto no se considerará enajenación, para los efectos de la ley de la renta, la cesión y la restitución de acciones de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, que se efectúe con ocasión de un préstamo o arriendo

²¹ DL N° 824, Aprueba texto que indica de la Ley sobre Impuesto a la Renta, Diario Oficial, 31 de diciembre de 1974.

DL N° 825, Ley sobre Impuesto a las Ventas y Servicios, Diario Oficial 31 de diciembre de 1974.

DL N° 3475, Impuesto de Timbres y Estampillas, Diario Oficial 04 de septiembre de 1980.

²² Préstamo de acciones u otro activo financiero: Es el contrato por el cual el prestamista transfiere al prestatario una determinada cantidad de acciones u otro activo financiero y en que el prestatario se obliga a restituir igual cantidad de acciones del mismo emisor y serie. Se entenderá por venta corta de acciones u otro activo financiero, en adelante, venta corta, la venta en rueda de acciones u otro activo financiero cuya liquidación se efectúa con valores obtenidos en préstamo. MANUAL DE OPERACIONES DE VENTA CORTA Y PRÉSTAMO DE ACCIONES Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS, aprobado mediante resolución exenta N° 014, de fecha 13 de enero de 2003, de la SVS. En general se trata de un mecanismo mediante el cual se compran o arriendan acciones o bonos por un breve periodo de tiempo con la obligación de vender, asumiendo como ganancia o pérdida el diferencial de precio entre la compra y la venta.

de acciones, en una operación bursátil de venta corta, siempre que las acciones que se den en préstamo o en arriendo se hubieren adquirido en una bolsa de valores del país o en un proceso de oferta pública de acciones regido por la LMV, con motivo de la constitución de la sociedad o de un aumento de capital posterior, o de la colocación de acciones de primera emisión.

Se aprobó la **exención del impuesto a las ganancias de capital** a las ventas de acciones de sociedades anónimas abiertas, con presencia bursátil, que se realicen en una bolsa de valores del país o en un proceso de oferta pública regulada por la LMV, siempre y cuando estos títulos hayan sido adquiridos originalmente en una bolsa de valores del país, a través de una OPA, o en un proceso de colocación de acciones de primera emisión. Esta exención se aplicará exclusivamente para el caso de transacciones de venta en que se enajenen valores que hayan sido adquiridos con posterioridad al 19 de abril de 2001.²³ Así las cosas, el diferencial de precio entre la compra y venta de una acción que reúne los requisitos indicados no se grava con el Impuesto a la Renta ni se debe declarar el mayor valor obtenido en la enajenación.

Con la finalidad de estimular el **financiamiento de las empresas emergentes** a través de la emisión de instrumentos representativos de capital, también se exceptuó de pago del Impuesto a la Renta el mayor valor que resulte en la enajenación de acciones inscritas en el registro de valores que al efecto lleve la SVS, por un lapso de tres años, y que sean transadas en mercados para empresas emergentes organizados en alguna de las bolsas de valores del país y siempre que dichas empresas se abran a la bolsa cumpliendo algunos requisitos mínimos de desconcentración y dispersión. Así se facilitó la estrategia de salida de inversionistas especializados en desarrollar proyectos con estas características lo que ha permitido allegar más recursos a proyectos innovadores.

Adicionalmente, con el objeto de facilitar las **operaciones de intermediación transfronteriza**, y con la lógica de evitar la exportación de impuestos y permitir a los bancos chilenos competir en igualdad de condiciones en el financiamiento de proyectos en el extranjero, se eliminó el impuesto de 4% a los intereses que se aplica sobre los créditos cuyo uso final sea el otorgamiento de créditos en el extranjero. Con el objeto de facilitar el financiamiento de empresas que no logran acceder al mercado de emisiones en el exterior, y como forma de aprovechar la liquidez del mercado doméstico para fomentar la emisión de deuda en moneda nacional en el mercado internacional, se disminuyó de 35% a 4% el

²³ Con todo, y como existen ganancias de capital devengadas por compras efectuadas en el pasado, que no han sido realizadas, se propuso un mecanismo voluntario para acceder a la exención sin tener la necesidad de vender y comprar las mismas acciones.

impuesto a los intereses para instrumentos de renta fija, denominados en moneda local y adquiridos en bolsa por inversionistas institucionales extranjeros.

También se introdujeron importantes modificaciones destinadas a incentivar los planes de **seguros con ahorros** y el **ahorro previsional voluntario**, en términos de reconocer significativas rebajas impositivas para quienes materialicen este tipo de ahorro.

En materia de Impuesto de Timbres y Estampillas aplicables a las **emisiones de bonos**, se rediseñó el mecanismo para evitar que el pago del impuesto fuere un desincentivo a la emisión y rescate anticipado de estos instrumentos representativos de deuda, como lo había sido hasta la fecha de esta modificación.

c) Pero son las Leyes N°s 20.190 y 20.343 las que han introducido –hasta la fecha, ya que se encuentra anunciado el envío del proyecto de ley conocido como MK 3– los últimos ajustes a la ley tributaria. Se exime del Impuesto de Timbres y Estampillas a los **títulos securitizados** en la proporción en que los activos subyacentes ya lo pagaron o estuvieron exentos. Se precisa que cuando el acreedor de una obligación afecta al Impuesto de Timbres y Estampillas sea un **banco extranjero** que no tenga domicilio ni residencia en Chile, el responsable del pago del impuesto de timbres es el deudor de la obligación. En materia de **securitización**, se modifica el artículo 136 de la LMV, con el objeto de permitir que el activo de un patrimonio separado pueda estar constituido en más de un 35% por activos vendidos u originados por bancos o instituciones financieras relacionadas con la sociedad securitizadora. Se permite que, en el caso de la securitización de flujos futuros, los ingresos y gastos correspondientes a los flujos securitizados se reconozcan en la medida que dichos flujos se vayan generando. Se establece que los **instrumentos de deuda oferta pública** previamente inscritos en el registro de valores conforme a la LMV, y que cumplan con todas las exigencias pedidas, tienen derecho a una exención similar a la que la Ley sobre Impuesto a la Renta establece en materia de acciones con presencia bursátil. Así, estos instrumentos quedan eximidos del pago de impuesto por las ganancias de capital obtenidas al alcanzar un mayor valor en la enajenación de los mismos. Se homologa, a una tasa de 4%, el impuesto aplicable a los **intereses pagados en créditos externos** provenientes de inversionistas institucionales extranjeros oferentes de crédito, como ocurre con las compañías de seguros y fondos de pensiones extranjeros que se encuentren acogidos al artículo 18 bis de la Ley sobre Impuesto a la Renta.

Desde la vigencia de la Ley N° 19.768, de noviembre de 2001, y como una forma de incentivar el desarrollo y la apertura de empresas emergentes, se reconoció como beneficio tributarios para estas que el mayor valor que alcanzaren las acciones entre la fecha de colocación y la de apertura a bolsa no estaría afecto al

impuesto que usualmente grava este incremento patrimonial. Este beneficio se limitó sólo hasta el 31 de diciembre del año 2006. En el propósito de mantener y potenciar aquel beneficio, esta nueva ley extiende el beneficio tributario para las empresas emergentes hasta el 31 de diciembre del año 2014.

En suma, un conjunto de incentivos y beneficios que hacen más atractiva la participación en los mercados financieros y que van despejando y eliminando trabajos y obstáculos que le restan eficiencia.

9. A la industria de las sociedades administradoras de fondos de pensiones se le han introducido los siguientes perfeccionamientos

Sólo nos referiremos a los cambios introducidos al sistema de administradoras de fondos de pensiones que tengan una incidencia directa en el mercado de capitales. No a aquellas reformas que se refieren a los beneficios previsionales que entrega el sistema.

a) Desde la Ley N° 19.705 se permite a los fondos de pensiones participar en **las ofertas públicas de adquisiciones de acciones** que se regulan en la LMV, lo que sin duda da más profundidad y liquidez a los mercados. Esta misma ley **flexibiliza las políticas de inversión** y los instrumentos en que pueden ser invertidos los dineros de los fondos de pensiones, en la idea de generar mayores espacios de libertad a los administradores, aprovechando también el desarrollo y aparición de nuevos instrumentos financieros. Adicionalmente, perfecciona el **mecanismo de votación** de las Administradoras de Fondos de Pensiones para la elección de directores en aquellas sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos de pensiones. Se impide que las AFP puedan votar por personas que estén vinculadas a la sociedad, al controlador de la sociedad o a la administradora o relacionadas con la sociedad administradora. Este mecanismo fue recientemente perfeccionado por la Ley N° 20.255, que estableció un sistema de registro de directores, en que deben apuntarse todas las personas que quieran ser elegidas con votos de las acciones de propiedad de los fondos de pensiones. Además creó la figura del **Director Autónomo**²⁴ y estableció la exigencia de que en los directorios de las sociedades administradoras participen a lo menos dos directores que tengan aquella calidad.

²⁴ Se considerará como director autónomo para estos efectos a quien no mantenga ninguna vinculación con la Administradora, las demás sociedades del grupo empresarial del que aquélla forme parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, que pueda generarle un potencial conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio.

b) Las Leyes 19.768 y 19.769 –también conocidas como reforma MK 1– crearon, potenciaron y extendieron los mecanismos de **ahorro previsional voluntario**. Uno de los pilares sobre los que descansa el desarrollo del mercado de capitales es precisamente el ahorro. El sello de las reformas introducidas por estas leyes es justamente utilizar toda la infraestructura del sistema de pensiones para incentivar el ahorro personal y familiar. Conjuntamente con el ahorro obligatorio, se creó un conjunto de incentivos tributarios para potenciar el desarrollo del ahorro voluntario.

c) La creación del **sistema de multifondos** fue obra de la Ley N° 19.975. Permitió la ampliación del número de fondos existentes a esa fecha a cinco Fondos de Pensiones por cada Administradora, diferenciados a partir de la proporción de su portafolio invertida en títulos de renta variable, donde a mayor renta variable mayor riesgo y mayor retorno esperado. La posibilidad de invertir en una cartera de inversiones cuyo riesgo está asociado al horizonte de inversión del afiliado, esto es, el tiempo que le falta para cumplir la edad legal para pensionarse, y la posibilidad que tiene de recuperarse de períodos de bajos retornos, permite elevar el valor esperado de la pensión de éste. A su vez, hace posible aumentar la eficiencia con la que el sistema de pensiones logra su objetivo fundamental: entregar a sus afiliados un ingreso que permita reemplazar en forma adecuada a aquel que obtenían durante su vida activa. Por lo tanto, la implementación de un sistema de multifondos está plenamente justificada en la medida que permite a los trabajadores acceder a mejores pensiones, y, por lo tanto, a un mejor nivel de vida durante su etapa de retiro. De igual modo permite a los afiliados lograr una distribución de cartera más acorde a sus preferencias y necesidades, en cuanto a riesgo y rentabilidad.

Esta misma ley permitió ampliar el **límite global para la inversión** de los fondos de pensiones en el exterior, estableciendo para estos efectos rangos mayores según sea el tipo de fondos de una AFP, dentro del cual el Banco Central de Chile determinará el límite definitivo. Adicionalmente, dentro del mercado local, permitió la inversión en nuevos instrumentos y amplió los límites de inversión vigentes a esa fecha.

d) El último paso en este progresivo proceso de perfeccionamiento normativo lo corona la Ley N° 20.190. Cabe recordar que casi todas las reformas que aprobó la Ley N° 20.190 están cruzadas por las negativas experiencias que se recogieron a partir del llamado “caso Inverlink”.

Se define aquí un procedimiento uniforme para **otorgar licencias a las sociedades administradoras de fondos de pensiones**, bancos comerciales y compañías de seguros de vida. Se trata de conjugar exigencias objetivas que

permitan constatar el cumplimiento de requisitos de integridad y solvencia en los socios fundadores y organizadores de la entidad, pero también reservar a la autoridad de control un pequeño margen de discrecionalidad para evitar el ingreso a la industria de agentes no deseados. Se consultó también el **fortalecimiento de las facultades** de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) para requerir información a los fiscalizados y para instruir a una administradora, por resolución fundada, que se abstenga de efectuar con recursos de los fondos de pensiones las transacciones que específicamente determine con sus personas relacionadas o a través de ellas, hasta por un plazo de tres meses, renovable por igual período, cuando las personas relacionadas a la administradora hubieran sido sancionadas por incumplimiento, en forma reiterada o grave, de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que les sean aplicables conforme a su objeto social, siempre que tal situación ponga en riesgo la seguridad de los fondos de pensiones, entre otras facultades.

Por último, entre otras reformas menores, se autorizó la emisión del **bono de reconocimiento** en forma material, mediante un documento que cuente con las características necesarias para impedir su falsificación, o desmaterializadamente; esto es, sin que sea necesaria la impresión de una lámina física en la que conste el bono respectivo, no afectándose por ello la calidad jurídica ni la naturaleza de los bonos. Los bonos que se emitan bajo la modalidad desmaterializada deberán depositarse en una empresa de depósito de valores autorizada por la Ley N° 18.876.²⁵

10. Perfeccionamientos introducidos a la industria de los fondos mutuos

a) Se les permite ejercer su derecho a voto en la elección de los administradores de las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones, en las cuales dichos fondos tienen la calidad de inversionistas. Hasta antes de la modificación del inciso final del artículo 21 de la LSA tenían vedado su derecho a voto. El cambio consiste, por tanto, en que podrán ejercer el derecho a voto. Pero con la limitación de poder elegir solamente a directores profesionales e independientes al controlador, bajo un esquema similar al que opera para la elección de directores por parte de los fondos de pensiones.²⁶

²⁵ Ley N° 18.876, Establece el marco legal para la Constitución y Operación de Entidades Privadas de Depósito y Custodia de Valores, Diario Oficial, 21 de diciembre de 1989. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

²⁶ La derogación del inciso final del artículo 21 de la LSA la dispuso la Ley N° 19.705, que Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (Opas) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos, Diario Oficial, 20 de diciembre de 2000.

b) Pero fue la Ley N° 19.769 la que introdujo sustanciales reformas a la industria de fondos mutuos.

Esta permitió la existencia de **series de cuotas** para un mismo fondo, lo que se traduce en una alternativa relevante para facilitar la segmentación de mercados y hacer más eficiente la estructura de comisiones en la industria. Se les autorizó para a realizar **actividades complementarias a su giro**, dejando la normativa de dichas actividades a cargo de la SVS. Se introducen adecuaciones a los **requisitos patrimoniales y de garantía** a los partícipes del fondo, en cuanto rebaja el capital requerido para constituir una sociedad de este tipo y flexibiliza la modalidad de constitución de las garantías en favor de los partícipes, todo ello para incentivar mayor competencia a nivel de la industria, al rebajar las barreras que existan para ingresar a ella.

Se les autoriza la realización de operaciones de **fusión y división** de fondos mutuos, con el objeto de crear nuevas instancias que apunten a disminuir los costos asociados al cierre y reapertura de nuevos fondos, lo que incrementa el grado de flexibilidad con que es posible acomodar las inversiones realizadas. Mejora los mecanismos de **divulgación de información** al exigir a las sociedades administradoras la entrega de información veraz, suficiente y oportuna, de forma que los partícipes de este mercado puedan tener un conocimiento más acabado acerca de la política de inversión, los niveles de riesgos asociados y la estructura de comisiones que ofrece cada fondo. Incrementa el nivel de **responsabilidad de directores** y administradores de la sociedad y regula sus formas de elección, a fin de evitar la elección de personas relacionadas con la sociedad administradora.

Finalmente, **flexibiliza las políticas de inversión** y los instrumentos en que pueden ser invertidos los dineros del fondo mutuo, estableciendo mayores grados de libertad para aquellos fondos dirigidos a inversionistas calificados, que por su mayor sofisticación poseen el conocimiento necesario para determinar el nivel de riesgo o el tipo de instrumentos en los que están dispuestos a invertir sus recursos.

c) Estas reformas se coronaron con los cambios introducidos por la Ley N° 20.190. Al modificar la Ley de Impuesto a la Renta, según lo que ya se explicó en lo que antecede, permite postergar el **impuesto a la ganancia de capital** al cambiarse de fondo mutuo o de sociedad administradora. Se evita así la tributación cuando se cambia de fondo mutuo y se mantiene la inversión en otro fondo mutuo, aunque no sea de la misma familia de administradores, ya que no corresponde pagar el impuesto por el mayor valor de la inversión. Se autoriza la subcontratación de servicios externos. A fin de uniformar las normas que regulan a los fondos de inversión, fondos mutuos y fondos para la vivienda,

se incorpora la facultad de las administradoras de conferir poderes especiales para encargar determinadas actividades, entendiéndose comprendidas entre estas la delegación de la administración de cartera.

Se vuelve a flexibilizar la regulación sobre **inversiones del fondo mutuo**, en cuanto al porcentaje de cuotas que pueden adquirir personas relacionadas a la administración del fondo, a la eliminación del límite por emisión y por emisor para la inversión en instrumentos de Estados con clasificación de riesgo igual o superior a Chile, y en cuanto se permite a los fondos mutuos invertir en bonos emitidos por entidades de su grupo empresarial, entre otras autorizaciones. Finalmente, se restablece la facultad de la SVS para establecer procedimientos alternativos de valoración de clasificaciones de riesgo para las inversiones de fondos mutuos.

11. Perfeccionamientos introducidos a la industria de los fondos de inversión

Si bien los fondos de inversión fueron autorizados en nuestro país a partir del año 1989, por Ley N° 18.815,²⁷ su verdadero desarrollo comenzó recién a fines de la década de los noventa.

En el último decenio, los perfeccionamientos de que ha sido objeto este marco regulatorio son los siguientes:

a) A partir de la vigencia de la Ley N° 19.705 sólo aquellos fondos que **afecten la fe pública** quedaron sujetos a las normas de la Ley N° 18.815. Establece como requisito para la permanencia en la industria la mantención de un número mínimo de 50 aportantes por fondo, o al menos un inversionista institucional. De tal manera, y bajo condiciones que garantizan una entrada igualitaria a la industria, sólo podrán mantenerse permanentemente en la industria aquellos fondos que afecten la fe pública, sea porque entre ellos haya más de 50 aportantes, sean personas naturales, jurídicas o comunidades, o sea porque entre ellos haya un inversionista institucional. Esta última hipótesis aparece justificada por el hecho de que se presume que el interés público y, por ende, la fe pública, están comprometidos en las inversiones llevadas a cabo por los inversionistas institucionales.

Se elimina la **categorización de los fondos de inversión** basada en su política de inversión y se entregan a los reglamentos internos las nuevas regulaciones. Se

²⁷ Ley N° 18.815, Regula Fondos de Inversión, Diario Oficial, 29 de julio de 1989. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

reemplaza el sistema de categorización de fondos existente a esa fecha, en base a su objeto de inversión –que distinguía los fondos de inversión mobiliarios, de desarrollo de empresas, inmobiliarios, de créditos securitizados e internacionales–, por otro que fija un marco legal amplio, con un concepto único de fondo de inversión, cuya política de inversión pasa a estar definida en el reglamento interno de cada fondo. Con ello, desaparecen las limitaciones que conllevaban la adopción de un determinado objeto de inversión por el reglamento interno del fondo, lo que impedía, por una mera restricción legal, que el fondo pudiera invertir en activos correspondientes a otro objeto de inversión, al mismo tiempo que se permite que los reglamentos internos puedan autorizar la inversión en activos correspondientes a distintos tipos de inversión.

Se **flexibiliza la administración** de los recursos de los fondos al permitir un nuevo régimen para emisiones de cuotas. Autoriza la posibilidad de endeudarse en emisiones de bonos locales e internacionales y permite la participación en la propiedad de cuotas de un fondo de inversión. Adecua, además, las normas para la inversión en títulos securitizados. Flexibiliza también la inversión de los recursos del fondo por la sociedad administradora, a través de dos vías. Por una parte, los propios aportantes pasan a ser los encargados de definir qué riesgos están dispuestos a tolerar, según la política de inversión que establezcan en el reglamento interno. Por la otra, se permite que los fondos puedan tener un comportamiento más dinámico y oportuno frente a los cambios que permanentemente impone el mercado, ya que cualquier limitación contenida en el reglamento interno del fondo que dificulte o impida la realización de negocios por parte del fondo podrá ser modificada por los aportantes, conforme el riesgo que estén dispuestos a asumir.

En suma, se **eliminan una serie de limitaciones** a la política de inversión contenidas a esa fecha en la ley, traspasándolas a los reglamentos internos, en términos de que cada fondo podrá establecer los límites relativos a la diversificación que estime adecuados a su propia política de inversiones, permitiendo a la Superintendencia establecer restricciones cuando se estime que así lo requiere el buen desempeño de la industria.

Finalmente, la Ley N° 19.705 permitió la creación de **fondos de inversión privados** para desarrollar por su intermedio la industria del capital de riesgo.

b) Manteniendo la consistencia con las reformas introducidas a las sociedades administradoras de fondos mutuos, prácticamente las mismas reformas introducidas por la Ley N° 19.769 a aquella industria se reproducen para los fondos de inversión. Mejora los mecanismos de **divulgación de información** exigible para los administradores. Incrementa el nivel de **responsabilidad de directores** y administradores de la sociedad y regula su forma de elección y

flexibiliza las políticas de inversión y los instrumentos en que pueden ser invertidos los dineros del fondo de inversión.

c) La Ley N° 20.190 permitió a las sociedades administradoras de fondos de inversión la **subcontratación de servicios externos** en cuanto quedaron facultadas para conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro. Se **eliminan restricciones al endeudamiento** del fondo, condicionándolo a que se establezca un límite máximo en el reglamento interno del fondo de modo tal que estos puedan incrementar aun más su endeudamiento y por lo tanto aumentar la escala de los proyectos y la rentabilidad esperada del fondo.

Se restringe el desarrollo de **actividades inmobiliarias a través de fondos de inversión** por el mal uso que se hizo de este mecanismo. La posibilidad de que los fondos tanto públicos como privados inviertan directamente en actividades productivas inmobiliarias no fue la finalidad con que originalmente fueron creados. Lo que se permitió fue que los fondos de inversión desarrollen el negocio inmobiliario, pero sólo a través de su participación como aportantes de sociedades que desarrollen tal giro.²⁸

También se **elimina el tratamiento tributario de excepción** que en el hecho utilizaron los fondos de inversión. Dado que los fondos privados fueran usados como titulares directos de un negocio comercial o industrial, los empresarios que organizan su negocio bajo esta figura no pagaban el Impuesto de Primera Categoría. Se elimina, entonces, una asimetría tributaria que contradice la neutralidad que debe mantener el sistema impositivo.

Finalmente se establece un marco regulatorio para las administradoras de **fondos de inversión que sean filiales de bancos** con la finalidad de incentivar a los bancos para que participen más activamente en el desarrollo de los fondos de inversión que apuesten por el capital de riesgo, ya que la norma privilegia la inversión en tales instrumentos financieros.

²⁸ Los fondos de inversión que a la fecha de publicación de la Ley N° 20.190 estaban desarrollando las actividades que esta ley prohíbe fueron cautelados al disponer una norma transitoria que tal prohibición regiría sólo a contar del día 1 de enero de 2012 y que en caso que al 1 de enero de 2012 los fondos no hayan ajustado su activo y cartera de inversiones a lo que permite la ley modificada, se deberá proceder sin más trámite a la liquidación del fondo de inversión respectivo.

12. Perfeccionamientos introducidos a la industria de los fondos de inversión de capital extranjero²⁹ y al depósito centralizado de valores³⁰

Las reformas introducidas al marco regulatorio de los fondos de inversión de capital extranjero han tenido por propósito adecuar su normativa a las modificaciones realizadas a los estatutos de regulación de los otros agentes de mercado. Hoy se les permite invertir en **cuotas de fondos de inversión** y los límites y diversificación de sus inversiones quedan sujetos en todo a las normas aplicables a los Fondos de Inversión regulados por la Ley N° 18.815. Se les permite también la **subcontratación de servicios externos** para conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro.

En cuanto a las entidades de depósito y custodia de valores, por Ley N° 19.705 se permitió que también **fuera depositante** las administradoras de fondos de inversión, las administradoras de fondos de inversión de capital extranjero y las administradoras de fondos para la vivienda. Adicionalmente, se les permitió llevar por sí o a través de una filial, los registros de accionistas, de aportantes, de CDV, de valores extranjeros u otros similares.

Por último, por Ley N° 20.190, se les **amplia el giro** para realizar las actividades complementarias al objeto indicado en la ley que determine la Superintendencia de acuerdo a norma de carácter general y el **universo de títulos** que pueden recibir en depósito, en cuanto podrán serlo los valores de oferta pública inscritos en el registro de valores que lleva la SVS, los emitidos por los bancos o por el Banco Central de Chile, los emitidos o garantizados por el Estado y, en general, cualquier otro valor que autorice la Superintendencia mediante norma de carácter general. Se permite efectuar de manera **electrónica los depósitos y retiros** de acciones en los casos de sociedades anónimas cuyos registros sean administrados por una empresa de depósito y custodia de valores. Debido a que la empresa de depósito mantiene el registro de accionistas, ésta puede abonar y acreditar automáticamente las cuentas respectivas previa comprobación de la existencia de los títulos, flexibilizando este proceso. Se reconocen las **comunicaciones electrónicas** y se avanza hacia la automatización y la desmaterialización de los traspasos. Se le impone al CDV la obligación de **informar a la Superintendencia** el fundamento de las tarifas, dado que el servicio que prestan estas entidades no tiene competencia, por lo

²⁹ Ley N° 18.657, que autoriza la Creación de Fondos de Inversión de Capital Extranjero, Diario Oficial, 29 de septiembre de 1987.

³⁰ Ley N° 18.876, Establece el marco legal para la Constitución y Operación de Entidades Privadas de Depósito y Custodia de Valores, Diario Oficial, 21 de diciembre de 1989.

que deberán proporcionar un estudio tarifario, el cual será de conocimiento público, respaldando la estructura de remuneraciones a ser aplicadas por los servicios prestados.

13. Perfeccionamientos introducidos a la regulación de las compañías de seguros³¹

Sólo nos referiremos a las modificaciones que inciden directamente en el mercado financiero y no a aquellas relacionadas con los seguros propiamente tales.

a) Sin perjuicio de las reformas introducidas por la Ley N° 19.705, que básicamente estuvieron encaminadas a ampliar la gama de instrumentos financieros en que las compañías de seguros pueden mantener sus reservas técnicas, lo que tiene gran incidencia en el mercado financiero al aumentar el número de compradores potenciales de los papeles que allí se transan, fue la Ley N° 19.769 la que hizo cirugía mayor a la industria de los seguros.

Esta última permitió la incursión de las compañías de seguros en el fomento del **ahorro voluntario previsional**, a través de dos modalidades: por medio de filiales administradoras generales de fondos y a través de seguros de vida con componente de ahorro. Se les permitió también **adquirir mutuos hipotecarios endosables**, los que se pueden otorgar a personas naturales o jurídicas para fines de adquisición, construcción, ampliación o reparación de todo tipo de bienes raíces. Se **reestructura el régimen de inversiones**, en cuanto se aumentan los grados de libertad en la toma de decisiones de inversión, dotándolas, paralelamente, de un mayor grado de responsabilidad en la gestión de riesgos. Se incorporan nuevos instrumentos financieros y activos para ser adquiridos como reserva técnica y se amplían considerablemente los límites de inversión en fondos mutuos. En materia de **reservas técnicas**, se introdujeron dos conceptos nuevos: reserva de valor de fondo y reserva de descalce. Ambas resultan de suma importancia en seguros de rentas vitalicias o aquellos que incluyan un componente de ahorro. Adicionalmente se introducen mayores **requerimientos de información** al directorio de las entidades de seguros, sobre políticas de administración de riesgos, tanto técnicas como financieras y mayores **responsabilidades a la administración** y al directorio en materias relativas a la definición de políticas de inversión, cobertura de riesgo y sistemas de control. Finalmente, se perfeccionó la regulación de los auxiliares del comercio de seguros –corredores y liquidadores–, en el sentido de facilitar la

³¹ DFL N° 251, Ley de Seguros, Diario Oficial, 22 de mayo de 1931. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

posibilidad de hacer efectiva la garantía exigida a los corredores por el mal desempeño de su labor de intermediación, y de hacer más independiente de las compañías de seguros la labor de los liquidadores de siniestros.

b) Las Leyes 20.190 y 20.255 son las que han introducido las últimas modernizaciones a la industria de los seguros. Se reformó el procedimiento para **otorgar licencias** para operar compañías de seguros de vida en la idea de uniformar el proceso de otorgamiento de licencias para desarrollar actividades económicas en industrias reguladas. Hoy son las mismas exigencias, en cuanto a la obtención de autorizaciones, las que se deberán cumplir para desarrollar la actividad bancaria, de seguros de vida y de administración de fondos de pensiones.

Se ajusta la legislación de seguros a las exigencias impuestas por los **tratados de libre comercio** suscritos por el país, en cuanto a reconocer a otros países los mismos derechos y prerrogativas que aquellos le han reconocido al nuestro. Se permite comercializar en Chile la contratación de seguros de transporte marítimo internacional, aviación comercial internacional y mercancías en tránsito internacional a las entidades aseguradoras extranjeras establecidas en el territorio de un país con el cual Chile mantenga vigente un tratado internacional en el que se haya permitido la contratación de los seguros antes indicados. Se autoriza a cualquier persona natural o jurídica para contratar **libremente en el extranjero** toda clase de seguros, a excepción de los seguros obligatorios establecidos por ley y aquellos contemplados en el Decreto Ley N° 3.500, los que sólo podrán contratarse con compañías establecidas en el territorio nacional. También se autoriza a las compañías constituidas en el extranjero para **establecer una sucursal** en el país, para lo cual deberán establecerse como una agencia del Título XI de la LSA..

Se amplía la **competencia de la SVS** para resolver controversias entre asegurados y aseguradores, sólo en seguros obligatorios, en cuanto se incrementa de 120 UF a 500 UF la cuantía de todas las disputas entre asegurado y compañía aseguradora sometidas obligatoriamente al arbitraje de la SVS. También se faculta a la SVS para **emitir pólizas** denominadas en pesos y para **pedir información de la solvencia** de los principales accionistas en el caso de compañías de seguros de vida, para avanzar hacia una medición de la fortaleza patrimonial del grupo, con el objetivo de garantizar que no exista doble apalancamiento de capital ni pérdidas ocultas, de manera similar a lo dispuesto en el artículo 16 bis de la Ley de Bancos. Se faculta a la SVS para que pueda ampliar **límites de inversión** para seguros con cuenta de inversión y APV (sólo compañías de seguros de vida). Se autoriza a las compañías de seguros a **otorgar créditos** o invertir en títulos respaldados por créditos como parte de sus reservas técnicas o patrimonios de riesgo. Se flexibilizan estos instrumentos, autorizando nuevas inversiones.

En suma, se amplían los instrumentos de inversión de la reserva técnica y se flexibilizan las operaciones de estas compañías, al entregar mayores facultades a la SVS.

Finalmente, la Ley N° 20.255 permite a las entidades aseguradoras **constituir filiales** como sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones, las que deberán constituirse como sociedades anónimas especiales, sujetas en todo a las normas de la LSA. Ello claramente permitirá una mayor competencia en la industria de la administración de fondos de pensiones.

14. Perfeccionamientos introducidos a la ley de Mercado de Valores y a la estructura de la Superintendencia de Valores y Seguros

Sin perjuicio de lo dicho en lo que antecede en relación con las reformas introducidas a la LMV en materia de ofertas públicas de adquisición de acciones y de administradoras generales de fondos, son también relevantes los siguientes perfeccionamientos:

a) Por Ley N° 19.705 se incorpora un Título –el XXVI– nuevo por medio del cual se regula la **emisión de valores chilenos para ser colocados en el extranjero**, conocidos comúnmente como ADRs, cuyo tratamiento normativo a esa fecha se encontraba regulado sólo por la vía administrativa. Entre otros aspectos, se incorporó una norma –artículo 219– mediante la cual se evita que el controlador se haga del poder de voto de los tenedores de ADRs, salvo el caso en que hubiere recibido un apoyo expreso del depositario, el que a su vez cumple de ese modo la instrucción de su mandante. Se crearon también **nuevas figuras penales** en el artículo 60 de la LMV. Hasta antes de la reforma la LMV sancionaba penalmente el uso de información privilegiada sólo al limitado número de personas que son sujeto de la presunción establecida en el artículo 166, lo cual restringía la aplicación de sanciones penales a personas diversas de las allí mencionadas. Las prohibiciones y obligaciones genéricas establecidas en el artículo 165 de la LMV no tenían asociada una sanción penal, sino que sólo una de carácter administrativo. Con la inclusión de la nueva letra g), se hizo extensivo el delito de uso de información privilegiada a todos aquellos que *“en razón de su cargo o posición, actividad o relación”* tengan acceso a este tipo de información y negociaren valores respecto de los cuales la poseen. También se tipificaron como delitos la comunicación de información privilegiada y las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones que no se ajusten al Título XXV de la LMV y al procedimiento que allí se establece.

b) Sin perjuicio de otras reformas menores introducidas por la Ley N° 19.768 y la creación de las administradoras generales de fondos que son obra de la

Ley N° 19.769, el otro gran impulso modernizador a la LMV lo introduce la Ley N° 20.190. Con esta se permite la **desmutualización de las bolsas de valores**. Esto significa que para actuar como corredor de una bolsa de valores no se requiere tener la propiedad sobre una acción del respectivo centro bursátil. Hoy serán las bolsas de valores las que decidan si los corredores que intermedian en ellas deberán tener o no la calidad de accionista de la misma bolsa. Podrán surgir, por consiguiente, bolsas de valores que sólo admitan a corredores que tengan la calidad de accionistas de la misma, lo que tenderá a confundir a los propietarios del centro bursátil con los intermediarios que operan en el mismo. O también podrán existir centros bursátiles en donde la propiedad esté en manos de los accionistas y la intermediación en manos de los corredores. O por último, bolsas de valores que admitan tanto a corredores como inversionistas propietarios de acciones.

Al separar a las personas que tienen los derechos de propiedad de los que poseen los privilegios de transacción, puede ejercerse una mayor fiscalización y autorregulación, lo que reducirá el conflicto de intereses dentro de una bolsa estructurada como una mutual. La desmutualización permitirá realizar aumentos de capital que faciliten la obtención de recursos para realizar mejoras tecnológicas a los sistemas de transacción u otros fines.

Es nuestra opinión que la desmutualización de los centros bursátiles contribuirá significativamente al desarrollo del mercado de capitales, ya que una de las trabas que se habían detectado y que dificultaban su crecimiento era precisamente la excesiva rigidez existente en los centros de intermediación al tener que concurrir simultáneamente la calidad de corredor y accionista. Se crea el espacio para que se desarrolle un mercado por "el control" de los centros bursátiles, con todas las ventajas que ello trae aparejado, en términos de mayor eficiencia y disciplina de los órganos de administración de los mismos.

Se incrementan los **requerimientos técnicos para ser intermediario de valores**. Ahora se pide, además de haber aprobado el cuarto año medio o estudios equivalentes, acreditar los conocimientos suficientes de la intermediación de valores que en el caso de agentes de valores se efectuará en la forma y periodicidad que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general. En el caso de corredores de bolsa, la acreditación se efectuará ante la bolsa respectiva, cumpliendo con las exigencias que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general. Se precisa el **tipo penal** del artículo 60 de la LMV en cuanto tipifica como delito la conducta del que deliberadamente elimine, altere, modifique, oculte o destruya registros, documentos, soportes tecnológicos o antecedentes de cualquier naturaleza, impidiendo o dificultando con ello la fiscalización de la Superintendencia.

Se establece la **inembargabilidad de valores por deudas del intermediario**. En los juicios en que se persiga la responsabilidad de los agentes de valores, corredores de bolsa, bolsas de valores, bancos o cualquiera otra entidad legalmente autorizada que mantenga valores por cuenta de terceros pero a nombre propio o la ejecución forzada de las obligaciones de éstos con terceros o con depositantes, no se podrá, en caso alguno, embargar, ni decretar medidas prejudiciales o precautorias u otras limitaciones al dominio respecto de los valores que les hubieren sido entregados en depósito. Se fortalece la **seguridad en la custodia de títulos**, ya que se obliga a la sociedad administradora del fondo a encargar a una empresa de depósito de valores –Ley N° 18.876– el depósito de aquellos instrumentos que sean valores de oferta pública susceptibles de ser custodiados, facultando a la Superintendencia para establecer, mediante norma de carácter general, los títulos no susceptibles de ser custodiados por parte de las referidas empresas. Asimismo, se podrá autorizar, en casos calificados, que todos o un porcentaje de los instrumentos del fondo sean mantenidos en depósito en otra institución autorizada por ley. Reconoce **mérito ejecutivo a los títulos de emisiones de deuda de corto plazo** y permite la emisión de **títulos desmaterializados**. Se aumenta de uno a cuatro años el **plazo de prescripción de la acción indemnizatoria** por uso de información privilegiada.

Se flexibiliza el proceso de **inscripción de valores extranjeros** o el desarrollo de la llamada **Bolsa Off-Shore**. La ley permite la colocación y transacción directa de valores emitidos en el extranjero, o la colocación y transacción de Certificados de Depósito de Valores (CDV), que son documentos emitidos en el país por un depositario de valores extranjeros contra el depósito de títulos homogéneos y transferibles de un emisor extranjero. Con las reformas introducidas al título XXIV de la LMV se flexibilizó el proceso de registro de valores extranjeros en el registro de valores de la Superintendencia, permitiendo además un adecuado mecanismo de depósito y de custodia de dichos valores extranjeros.

En cuanto a la SVS, son las Leyes N°s 19.705 y 20.190 las que introdujeron significativas modificaciones al DL N° 3.538³² al agregar nuevas facultades y atribuciones para la Superintendencia. Entre estas cabe destacar aquella que le permite ordenar que **se rectifique o corrija el valor** en que se encuentran asentadas determinadas partidas de la contabilidad, cuando establezca que dicho valor no se encuentra registrado de acuerdo a normas dictadas por la Superintendencia, o a normas y principios contables de general aceptación. Estimar el **monto de los beneficios**, expresado en su equivalente en unidades

³² DL N°3.538, Crea la Superintendencia de Valores y Seguros, Diario Oficial, 23 de diciembre de 1980. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

de fomento, que hayan percibido los infractores al Título XXI de la LMV, que prohíbe la operación con información privilegiada.

Se incrementa el **monto de las multas** –hasta 15.000 UF– que puede aplicar y se hace de cargo de la SVS la **defensa judicial del Superintendente** en caso de ejercerse acciones judiciales en su contra por actos u omisiones en el ejercicio de su cargo.

15. A la regulación de los bancos comerciales y a la estructura de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras se les han introducido los siguientes perfeccionamientos.³³

En la regulación de la industria bancaria el último salto modernizador que se dio en la década de los noventa fue el introducido por la Ley N° 19.528.³⁴⁻³⁵

a) La Ley N° 19.705 sólo se ocupó de regular el proceso de **fusión de bancos** comerciales. En este sentido, se estableció como exigencia básica la autorización previa de la Superintendencia para proceder a la fusión, la que podrá ser condicionada al cumplimiento de una o más de las exigencias que se consultan en el artículo 3 bis del DFL N° 3. La constatación por parte de la Superintendencia de las exigencias indicadas en la norma pretende evitar la concentración en la industria bancaria, cuanto ello importe un peligro para el sistema financiero.

b) Por su lado, la Ley N° 19.769 se ocupó de precisar algunos conceptos relacionados con el **patrimonio efectivo** y los límites de crédito. A esa fecha, la Ley General de Bancos reconocía un patrimonio efectivo a los bancos, que se conformaba principalmente con el capital pagado y reservas, que se denomina capital básico, y con bonos subordinados que puede emitir con tal objeto hasta por un 50% de ese capital básico. Sin embargo, la misma ley reducía esa posibilidad cuando el banco había efectuado inversiones en sociedades filiales en el país, en el extranjero o en sucursales en el exterior. Dichas inversiones se deducen del capital básico y no del patrimonio efectivo. Lo que permitió la Ley N° 19.969 fue que la deducción se efectúe del patrimonio efectivo, con lo cual los bancos que mantienen inversiones en sociedades podrán aumentar su capacidad de emisión de bonos subordinados que sirvan para su proporción

³³ DFL N° 3, de 1997, Fija texto refundido, sistematizado y concordado de la Ley General de Bancos, Diario Oficial, 19 de diciembre de 1997.

³⁴ Ley N° 19.528, Introduce modificaciones a la Ley General de Bancos, Diario Oficial, 4 de noviembre de 1997.

³⁵ Un estudio más completo sobre las reformas introducidas por la Ley N° 19.528 puede consultarse en PFEFFER URQUIAGA, Francisco, PFEFFER URQUIAGA, Pedro, y otro (1998), *Ley General de Bancos* (Santiago, Editorial Jurídica Conosur Ltda.).

de patrimonio efectivo a activos ponderados por riesgo. En materia de **límites de crédito**, se suprimió la restricción que impedía utilizar como garantía las cartas de crédito cuando son emitidas por la casa matriz de un banco que tiene sucursal en Chile y en favor de esa sucursal, con lo cual se igualó el tratamiento de los bancos que tienen sucursales con los que tienen una filial, o no participan en el mercado bancario chileno.

c) Es la Ley N° 20.190 la que da otro gran impulso modernizador a la industria bancaria. Como ya se dijo en lo que antecede, se reformó el procedimiento para **otorgar licencias** para operar bancos comerciales en la idea de uniformar el proceso de otorgamiento de licencias para desarrollar actividades económicas en industrias reguladas, como lo son también la de seguros de vida y de administración de fondos de pensiones. Al igual como ocurre en la SVS, se establece que en caso de ejercerse acciones judiciales en contra del Superintendente por actos u omisiones en el ejercicio de su cargo, la Superintendencia de Bancos deberá **proporcionarle defensa**; y que esta defensa se extenderá para todas aquellas acciones que se inicien en su contra, incluso después de haber cesado en el cargo. Autoriza nuevas operaciones para el desarrollo del giro bancario, como lo son la operaciones con **productos derivados**, lo que permite cubrir los posibles riesgos que aparecen en cualquier operación financiera, estabilizando y por tanto concretando el costo financiero real de la operación. Se innovó en la llamada **reserva técnica** sobre los depósitos a la vista, en cuanto a que esta quedó asociada únicamente a obligaciones de corto plazo, se calcula en relación al patrimonio efectivo de los bancos y puede enterarse mediante instrumentos de carácter público suficientemente líquidos, y no sólo por aquellos que tengan un corto período de madurez.

Se eliminaron definitivamente la **sociedades financieras** al estimarse que su actividad había quedado ya subsumida completamente en la realizada por los bancos comerciales.

En materia de **funciones y atribuciones** de la Superintendencia de Bancos y con el objeto de velar por el cumplimiento de sus respectivos deberes de fiscalización, los Superintendentes de Bancos e Instituciones Financieras, de Valores y Seguros y de Administradoras de Fondos de Pensiones podrán compartir cualquier información, excepto aquella sujeta a secreto bancario y cuando la información compartida sea reservada, deberá mantenerse en este carácter por quienes la reciban. Además, para los efectos de la consolidación del banco matriz con sus sociedades filiales, la Superintendencia podrá solicitar directamente a estas sus estados financieros y revisar en ellas todas las operaciones, libros, registros, cuentas, documentos o informaciones que le permitan conocer su solvencia.

d) Finalmente, la Ley N° 20.255 permitió que los bancos pudieran constituir sociedades filiales de asesoría previsional a que se refiere el DL N° 3.500.

16. Nueva institucionalidad en materia de jurisdicción tributaria y aduanera

La Ley N° 20.322³⁶ introduce una nueva institucionalidad judicial en materia tributaria y aduanera.

Se materializa finalmente una vieja aspiración de contar con una jurisdicción especial, autónoma e independiente del Servicio de Impuesto Internos, con competencia específica para el conocimiento de materias tributarias y aduaneras. Ello a cargo de jueces tributarios y aduaneros y de salas especializadas en las diversas Cortes de Apelaciones del país.

III. Nueva institucionalidad de defensa de la libre competencia

Fue la Ley N° 19.911³⁷ la que introdujo sustanciales modificaciones a la institucionalidad de defensa de la libre competencia. Reemplazó a las antiguas Comisiones Preventivas Regionales y Central y a la Honorable Comisión Resolutiva de Defensa de la Libre Competencia (HCR), por el actual Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC). En el ámbito de la Fiscalía Nacional Económica (FNE), eliminó a los Fiscales Regionales y los reemplazó por los denominados Fiscales Adjuntos.

En el ámbito sustantivo eliminó el delito de monopolio y explicitó de mejor manera (3, DLF N° 1)³⁸ los criterios conforme a los cuales deben analizarse las conductas que pueden llegar a ser contrarias al bien jurídico tutelado por esta legislación (libre competencia y eficiencia en los mercados).

La Ley N° 19.911 recogió una antigua aspiración de modernización de esta institucionalidad. Contar con un tribunal especial, independiente, calificado, con Ministros remunerados y con dedicación exclusiva a temas de su competencia.

³⁶ Ley N° 20.322, Fortalece y perfecciona la jurisdicción tributaria y aduanera, Diario Oficial, 27 de enero de 2009.

³⁷ Ley N° 19.911, Crea Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, Diario Oficial, 14 de noviembre de 2003. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

³⁸ El DFL N° 1, de 2005, del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, contiene el texto refundido del DL N° 211, de 1973, que establece normas de Defensa de la Libre Competencia, Diario Oficial, 7 de marzo de 2005. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

En la anterior HCR, sus miembros no tenían dedicación exclusiva (dos jefes de servicios, dos decanos de universidad y un Ministro de la Excma. Corte Suprema), no recibían remuneración adicional por su desempeño, no tenían la autonomía suficiente frente al Poder Ejecutivo ni tenían la preparación y especialidad requeridas para conocer de las materias de su competencia.

El nuevo TDLC satisface los requerimientos exigidos por las economías desarrolladas. En el nombramiento de sus Ministros participa tanto la Excma. Corte Suprema, como el Banco Central y la Presidencia de la República. Requiere de un concurso público de antecedentes en el cual hay que acreditar experiencia profesional y conocimientos especiales en materias de derecho económico y/o comercial para los miembros que son abogados (3) y especiales conocimientos en materia de competencia para quienes son economistas (2).

Los Ministros del TDLC son remunerados, gozan de inamovilidad por el tiempo de su nombramiento (6 años) y están sujetos a ciertas incompatibilidades que aseguran su independencia y autonomía.

Las dos grandes atribuciones del TDLC –existen otras descritas en el artículo 18– son: (i) actuar como tribunal propiamente tal, ejerciendo funciones jurisdiccionales al resolver controversias jurídicas entre partes, que podrán ser sólo particulares o el FNE enfrentado a particulares; y (ii) actuar como órgano consultivo preventivo o ad referéndum.

Cuando actúa como tribunal propiamente tal, el conflicto intersubjetivo de carácter concreto y de relevancia jurídica se resuelve por medio de una sentencia que necesariamente ha de ser fundada y deberá enunciar los fundamentos de hecho, de derecho y económicos con arreglo a los cuales se pronuncia. Esta sentencia está precedida de un procedimiento –el descrito en los artículos 19 a 30 del DL N° 211– que garantiza a las partes el respeto a la garantía constitucional del justo y racional proceso. La sentencia dictada por el TDLC es susceptible de revisarse por la Excma. Corte Suprema si alguna de las partes o el FNE deduce el recurso de reclamación. El máximo tribunal de la República tiene atribuciones para ratificar la sentencia del TDLC, para modificarla o dejarla sin efecto.

El TDLC también puede actuar como órgano consultivo preventivo o ad-referéndum. Actúa como órgano administrativo consultivo preventivo cuando conoce de asuntos de carácter no contencioso que puedan infringir las disposiciones de la ley, referidos a hechos, actos o contratos que le presenten quienes se propongan ejecutarlos o celebrarlos. Se trata de proyectos, esto es, de hechos, actos o convenciones aún no ejecutados que se consultan preventivamente ante el temor y la duda de que pudieran envolver situaciones contrarias a la libre

competencia. Es legitimado activo para formular esta consulta no contenciosa el FNE o cualquier interesado (consulta sobre una fusión, por ejemplo).

En el ejercicio de esta atribución también puede actuar como órgano consultivo ad referendum cuando conoce de asuntos de carácter no contencioso ya existentes, que pueden infringir las disposiciones de la ley, referidos a hechos, actos o contratos ya ejecutados o celebrados. Es una especie de ratificación sobre la licitud del hecho, acto o convención que ya se ha materializado, pero igualmente se consulta para obtener el visto bueno del TDLC. Al igual que en el caso anterior, es legitimado activo para formular esta consulta no contenciosa el FNE o cualquier interesado.

En este ámbito de atribuciones el TDLC no actúa como tribunal propiamente tal ni ejerce jurisdicción. No resuelve un conflicto entre partes ni dicta sentencia, por la muy simple razón de que no existe contienda ni tampoco hay partes en controversia. En esta función no hay litigio, no hay intereses contrapuestos que componer; no hay pretensión ni resistencia a ella. Actúa un "interesado" –no una parte– que presenta una "solicitud" –no una demanda– en que pide "para sí" o para la persona que representa –no contra otra parte– una determinada declaración que termina mediante una "resolución" y no con una sentencia.

En contra de la "resolución" que dicta el TDLC en el ejercicio de esta atribución no jurisdiccional no procede el recurso de reclamación, por lo que la Excma. Corte Suprema no interviene en este ámbito de materias, salvo un único caso. Este se produce cuando el TDLC autoriza o ratifica la ejecución del acto (un acuerdo de fusión, por ejemplo) y le fija condiciones conforme a las cuales se debe ejecutar el acto autorizado. En este único caso se puede deducir el recurso de reclamación de que conoce la Excma. Corte Suprema sólo para que esta última revise las condiciones y requisitos que fijó el TDLC. No para pronunciarse sobre el acto en sí mismo (es nuestra opinión que no podría la Corte Suprema dejar sin efecto una autorización de fusión dada por el TDLC).³⁹

De otro lado, la FNE es el órgano del Estado encargado de promover y defender la competencia en los mercados. Su rol principal es velar por el interés general de la colectividad de que exista competencia cierta y efectiva en todos los mercados, ya que ello es bueno para los consumidores y la economía del país. Para tal propósito cuenta con amplias atribuciones de investigación y puede

³⁹ El proyecto de ley que modifica al DFL N° 1, de 2005, que contiene el texto refundido del DL N° 211, de 1973, y que a la fecha de entrega de este comentario aún no ha sido publicado, modifica en este aspecto el texto del DL N° 211, en el sentido de hacer procedente la interposición del recurso de reclamación en contra de la resolución del TDLC que resuelve una consulta.

hacerse parte en todo proceso que conozca el TDLC o iniciarlo directamente mediante la presentación de un requerimiento ante ese tribunal.

En suma, desde una perspectiva institucional, el sistema creado por la Ley N° 19.911 para tutelar la libre competencia en los mercados representa un significativo avance y coloca a nuestro país a la altura de las naciones más desarrolladas. Hoy se cuenta con un tribunal (TDLC) independiente, profesional, especializado y con dedicación exclusiva. Se dispone de una agencia estatal (FNE) con amplias atribuciones de investigación. Y de las resoluciones dictadas por el TDLC en el ejercicio de sus facultades jurisdiccionales –y también de las dictadas cuando actúa como órgano consultivo preventivo–, se puede recurrir a la Excm. Corte Suprema, a una sala especializada en temas económicos y regulatorios, lo que es garantía de total imparcialidad en el juzgamiento.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe hacer presente que a la fecha de preparación de este comentario, fue aprobado por el H. Congreso Nacional el proyecto de ley que introduce diversos perfeccionamientos a esta institucionalidad. No obstante que este proyecto de ley aún no ha sido publicado, al encontrarse sometido al control de constitucionalidad ante el Tribunal Constitucional, conviene precisar, por los significativos cambios que le introduce, los principales aspectos que se modificarán.

- a) Reduce de cuatro a dos el número de Ministros suplentes;
- b) Incrementa significativamente las inhabilidades e incompatibilidades para ser miembro integrante del Tribunal, sea en calidad de titular o suplente;
- c) Permite la reelección de los miembros del Tribunal por un solo periodo sucesivo;
- d) Precisa el monto de las remuneraciones de los miembros del Tribunal;
- e) Incrementa de dos a tres años el plazo de prescripción de las acciones para hacer efectiva la responsabilidad por infracción al DL N° 211. Sin perjuicio de lo anterior, las acciones para perseguir las conductas previstas en la letra a) del artículo 3° prescribirán en el plazo de cinco años, y el cómputo de la prescripción no se iniciará mientras se mantengan en el mercado los efectos imputables a la conducta objeto de la acción;
- f) Introduce diversos perfeccionamientos a las normas del procedimiento contencioso. Faculta al Tribunal para no admitir a tramitación una demanda o requerimiento con vicios que no fueren subsanados dentro de tercero día; faculta al Tribunal para notificar la interlocutoria de prueba, si no lo hicieren

las partes dentro del plazo de 30 días hábiles contados desde la fecha de su dictación; reduce a tres el número de testigos a presentar por cada punto de prueba; faculta al Tribunal para disponer el registro de todas las audiencias a que hubiere lugar en forma íntegra, por cualquier medio que asegure su fidelidad, entre otros perfeccionamientos;

g) Incrementa el monto de las multas a aplicar hasta la cantidad de treinta mil unidades tributarias anuales. Precisa que las multas aplicadas a personas naturales no podrán pagarse por la persona jurídica en la que ejercieron funciones ni por los accionistas o socios de la misma. Asimismo, tampoco podrán ser pagadas por cualquiera otra entidad perteneciente al mismo grupo empresarial en los términos señalados por el artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores, ni por los accionistas o socios de éstas;

h) Elimina la exigencia de consignación para reclamar de la multa aplicada;

i) Introduce diversos perfeccionamientos al procedimiento no contencioso que regula el artículo 31;

j) Permite la interposición del recurso de reclamación de que conoce la Excma. Corte Suprema en contra de la resolución de término de un procedimiento consultivo;

k) Somete el nombramiento del Fiscal Nacional Económico al sistema de selección de altos directivos públicos previstos en el párrafo 3° del Título VI de la ley N° 19.882,⁴⁰ el que durará cuatro años en su cargo, pudiendo renovarse su nombramiento por una sola vez;

l) Precisa las únicas causales que posibilitan el cese de funciones del Fiscal Nacional Económico, que son el término del período legal de su designación, la renuncia voluntaria aceptada por el Presidente de la República, la destitución por negligencia manifiesta en el ejercicio de sus funciones, y la incapacidad;

m) Incrementa la facultades del FNE, en cuanto le permite disponer, de oficio o a petición del interesado, que ciertas piezas del expediente sean reservadas o confidenciales, siempre que tengan por objeto proteger la identidad de quienes hayan efectuado declaraciones o aportado antecedentes en conformidad al artículo 39 bis –que se refiere a la nueva figura de la delación compensada–,

⁴⁰ Ley N° 19.882, Regula nueva política de personal a los Funcionarios Públicos que indica, Diario Oficial, 23 de junio de 2003. Cada vez que en el texto de este trabajo se cite el cuerpo legal indicado en esta nota, remítase el lector a la información de esta nota sobre su contenido y fecha de publicación.

o que contengan fórmulas, estrategias o secretos comerciales o cualquier otro elemento cuya revelación pueda afectar significativamente el desenvolvimiento competitivo de su titular, o resguardar la eficacia de investigaciones de la Fiscalía;

n) Permite que el FNE, en casos graves y calificados de investigaciones destinadas a acreditar conductas de las descritas en la letra a) del artículo 3º,⁴¹ solicite, mediante petición fundada y con la aprobación previa del TDLC, autorización al Ministro de la Corte de Apelaciones que corresponda de acuerdo al turno, para que Carabineros o la Policía de Investigaciones, bajo la dirección del funcionario de la Fiscalía Nacional Económica que indique la solicitud, proceda a: (i) entrar a recintos públicos o privados y, si fuere necesario, a allanar y descerrajar; (ii) registrar e incautar toda clase de objetos y documentos que permitan acreditar la existencia de la infracción; (iii) autorizar la interceptación de toda clase de comunicaciones, y (iv) ordenar a cualquier empresa que preste servicios de comunicaciones, que facilite copias y registros de las comunicaciones transmitidas o recibidas por ella. Para otorgar esta autorización, el Ministro de Corte de Apelaciones deberá verificar la existencia de antecedentes precisos y graves acerca de la existencia de prácticas de colusión, reunidos por la Fiscalía con anterioridad a la solicitud de autorización para hacer uso de estas facultades. En la autorización se deberá especificar con precisión la singularización de las medidas, el tiempo por el cual podrán ejercerse y las personas a las que dichas medidas pueden afectar. La Fiscalía no podrá interceptar las comunicaciones entre el sujeto investigado y aquellas personas que, por su estado, profesión o función legal, como el abogado, médico o confesor, tuvieren el deber de guardar el secreto que se les hubiere confiado;

ñ) En caso que la Fiscalía no cumpliera con alguno de los requisitos o formalidades exigidas en la ley, los afectados podrán reclamar ante el Ministro de Corte de Apelaciones que dio la autorización, el que resolverá de forma inmediata, en una sola audiencia, sin forma de juicio y oyendo a las partes;

o) Los resultados de las actuaciones que no se ajusten a las formalidades indicadas no podrán ser utilizados como medios de prueba en el procedimiento ante el Tribunal, cuando el desempeño o ejercicio de ellas hubiere tenido lugar fuera de los supuestos establecidos en la ley o cuando no se hubieren cumplido

⁴¹ La nueva letra a) del artículo 3º del DFL N° 1, de 2005, que contiene el texto refundido del DL N° 211, de 1973, sobre Normas de Defensa de la Libre Competencia, dispone "a) Los acuerdos expresos o tácitos entre competidores, o las prácticas concertadas entre ellos, que les confieran poder de mercado y que consistan en fijar precios de venta, de compra u otras condiciones de comercialización, limitar la producción, asignarse zonas o cuotas de mercado, excluir competidores o afectar el resultado de procesos de licitación".

los requisitos previstos para su procedencia y hubiere sido declarado así, en la forma ya señalada, por el Ministro de Corte de Apelaciones referido;

p) Permite a la FNE suscribir acuerdos extrajudiciales con los agentes económicos involucrados en sus investigaciones, con el objeto de cautelar la libre competencia en los mercados. El TDLC tomará conocimiento del acuerdo en una sola audiencia, sin forma de juicio, convocada especialmente al efecto, dentro del quinto día hábil de recibidos los antecedentes, durante la cual podrá escuchar alegatos de las partes comparecientes al acuerdo. El Tribunal deberá aprobar o rechazar el acuerdo en un plazo máximo de quince días hábiles, contados desde la fecha de la audiencia. Estas resoluciones una vez ejecutoriadas serán vinculantes para las partes que comparecieron al acuerdo y en su contra sólo procederá el recurso de reposición;

q) Permite, al ejecutor de una de las conductas previstas en la letra a) del artículo 3° del DFL N° 1 acceder a una reducción o exención de la multa cuando aporte a la Fiscalía Nacional Económica antecedentes que conduzcan a la acreditación de dicha conducta y a la determinación de los responsables (más conocida como delación compensada). Para acceder a uno de estos beneficios, el ejecutor de la conducta deberá cumplir los siguientes requisitos: 1. Proporcionar antecedentes precisos, veraces y comprobables que representen un aporte efectivo a la constitución de elementos de prueba suficientes para fundar un requerimiento ante el Tribunal; 2. Abstenerse de divulgar la solicitud de estos beneficios hasta que la Fiscalía haya formulado el requerimiento u ordene archivar los antecedentes de la solicitud, y 3. Poner fin a su participación en la conducta inmediatamente después de presentar su solicitud. Igualmente, para acceder a la exención de la multa, además de cumplir los requisitos ya señalados, el ejecutor de la conducta deberá ser el primero que aporte los antecedentes a la Fiscalía, dentro del grupo de responsables de la conducta imputada. También, para acceder a una reducción de la multa, además de cumplir los requisitos referidos, el ejecutor de la conducta deberá aportar antecedentes adicionales a los presentados por quien primero acompañó antecedentes a la Fiscalía en virtud de este artículo. En todo caso, la rebaja de la multa que solicite el Fiscal en su requerimiento no podrá ser superior al 50% de la mayor multa solicitada para los demás ejecutores de la conducta que no pueden acogerse a estos beneficios.

En suma, un conjunto de reformas y modificaciones que van en línea con la idea de perfeccionar esta institucionalidad y de entregar las necesarias y suficientes herramientas para concluir con éxito las investigaciones iniciadas por la FNE.

IV. Desafíos pendientes

Sin perjuicio de los avances que progresivamente habrá que seguir introduciendo, en cuanto a eliminar trabas y barreras que dificultan la fluidez y rápida circulación de los capitales, a establecer mayores y más eficiente incentivos tributarios y a perfeccionar las estructuras existentes o crear las nuevas que sean necesarias, es nuestra opinión que también se debe avanzar en los siguientes tres ámbitos de materias.

a) Creación de Tribunales Económicos

Creemos que uno de los aspectos aún pendientes de modernización y perfeccionamiento en el ámbito económico y financiero es definitivamente el relacionado con la instalación de una jurisdicción especial con competencia específica para conocimiento de conflictos económicos, financieros, tributarios y, en general, comerciales.

A partir del establecimiento del TDLC cobró fuerza la idea de crear también tribunales especiales para conocer de materias tributarias y aduaneras, cuestión que se hizo realidad a partir de la vigencia de la Ley N° 20.322, de enero del año 2009.

Se sabe que la especialización es garantía de eficiencia, rapidez y oportunidad en el juzgamiento. Jueces con destrezas y habilidades derivadas del conocimiento profundo de ciertas áreas del saber, estarán, que duda cabe, en mejores condiciones de entender y resolver con oportunidad y eficiencia la controversia que se les presenta.

El establecimiento de tribunales con competencia específica para conocer de controversias originadas por aplicación de normas cuya fiscalización se entrega a la Superintendencia de Valores y Seguros, a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a la Superintendencia de Pensiones, al Servicio de Impuestos Internos, al Servicio Nacional de Aduanas, a la Fiscalía Nacional Económica, o al Banco Central, entre otras, importará contar con jueces con especiales conocimientos en materias económicas, financieras, tributarias, bancarias y comerciales, que serán garantía de un juzgamiento ágil, rápido y oportuno.

No debe olvidarse que la problemática involucrada en la gran mayoría de los conflictos que se derivan de la aplicación de las normas y cuerpos legales cuyo control se entrega a los órganos del Estado antes mencionados, son de por sí complejas y de difícil entendimiento. Además, se trata de controversias en donde las más de las veces las materias involucradas son interdisciplinarias y

aparecen estrechamente vinculados aspectos de orden comercial, tributario, económico, financiero, etc.

El criterio jurídico que aplica un juez para la resolución de este tipo de controversias debe ser comprensivo de una clara apreciación económica y comercial del conflicto que se pretende resolver. El contexto financiero, económico o comercial en que tal controversia se desarrolla es muchas veces de tal relevancia, que no puede ser una cuestión ajena al enfoque jurídico empleado en su resolución.

Un correcto juzgamiento supone una visión integrada del conflicto. Y en ello cobra relevancia la capacidad del juez de entender el entorno económico y comercial en que se encuentra inserta la controversia que se le pide resolver.

No es fácil contar con una judicatura especializada en estos temas. Es una cuestión de largo aliento que se va formando con el estudio, la experiencia, la resolución de casos anteriores, etc.

Es nuestra opinión que estructurar una jurisdicción especial con competencia específica para conocer de controversias económicas, en los términos antes comentados, no es una cuestión de difícil implementación. Por el contrario, a partir de las estructuras en actual operación es perfectamente posible montar el sistema de los tribunales económicos.

Desde luego, el grueso de los conflictos de esta naturaleza que serían de conocimiento de esta judicatura especial, ocurren en la Región Metropolitana. De consiguiente, la mayoría de los jueces de primera instancia deberán estar instalados en esta región. En el resto del territorio nacional, habrá que instalar jueces de primera instancia a partir del número de conflictos de esta entidad que en el pasado se han presentado. Hoy día esta información está perfectamente estandarizada y a partir de ella se puede decidir con precisión en qué puntos del territorio nacional se requieren más o menos jueces de primera instancia.

Para la Región Metropolitana –que concentra la mayoría de los conflictos de esta naturaleza– la segunda instancia estaría a cargo del actual TDLC. Bastaría con incrementar el número de Ministros de este tribunal y dividir su trabajo en cuatro salas especializadas. Una, para temas de libre competencia y de derechos de los consumidores. Otra para cuestiones tributarias y aduaneras. Una tercera para asuntos bancarios y de valores, y una cuarta para temas comerciales misceláneos.

Haría las veces de tribunal de casación para esta judicatura especial la actual 3ª sala de la Excm. Corte Suprema, que ha venido adquiriendo con el tiempo una gran experiencia en temas económicos y regulatorios.

Una estructura como la que se sugiere, proyectada en el mediano plazo, permitirá contar progresivamente con jueces altamente especializados y calificados en el entendimiento de conflictos de naturaleza económica, lo que sin duda hará más certera, expedita y oportuna la administración de justicia en estos aspectos.

b) Supervisión consolidada del mercado financiero a cargo de un órgano colegiado. Comisión Nacional de Supervisión del Mercado Financiero (CNSMF).

Las agencias del Estado que en la actualidad están a cargo de supervisar la correcta aplicación de la LMV, de la Ley General de Bancos y del DL N° 3.500, y en general de controlar las actuaciones de los diversos agentes que operan en los mercados financieros, son la Superintendencia de Valores y Seguros, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y la Superintendencia de Pensiones.

En todos estos casos, la jefatura del servicio es de carácter unipersonal.

Cada una de estas entidades tiene potestad normativa en el ámbito de su competencia y tiene amplias facultades para vigilar el comportamiento de los agentes que operan en sus respectivos radios de acción. Adicionalmente, cada una de estas agencias del Estado está dotada de potestad sancionadora, lo que se traduce en la facultad que tiene cada Superintendente para aplicar sanciones –siendo la multa la más habitual– cada vez que constate la infracción de normas colocadas bajo su fiscalización.

Es sabido que hay más peligro para una actuación arbitraria cuando la decisión la adopta una entidad con gobierno unipersonal.

Es también sabido que existe una creciente y progresiva integración de los mercados financieros tanto a nivel nacional como internacional. Ello significa que los efectos originados por la actuación de agentes económicos en un ámbito específico del mercado, rápidamente se comunican a otros sectores en donde también producen efectos.

Frente a tal realidad, la visión del supervisor debe ser integral e integrada y considerar el efecto global que una decisión, actuación u operación originará en el mercado.

Tal propósito se alcanza con el manejo consolidado de la información. Sólo así es posible saber y conocer lo que está ocurriendo en cada parte del mercado.

La carencia de una supervisión consolidada de todos los agentes que operan en el mercado financiero puede llegar a constituir una debilidad del sistema. No siempre existe el nivel adecuado y suficiente en el cruce de información, lo que impide saber qué fenómeno o efecto se está incubando en un determinado ámbito del sector financiero.

La crisis económica internacional que aún sigue golpeando al planeta es señal de que una supervisión consolidada, con visión integrada e integral de los efectos que una actuación o decisión produce en el mercado global, pudo probablemente haber atenuado los desastrosos efectos producidos por aquella.

Es nuestra opinión que la supervisión consolidada e integrada del mercado financiero sólo se consigue con la creación de una estructura de control a la cual se incorporen los supervisores encargados de fiscalizar cada una de las áreas que forman parte del mercado.

Creemos nosotros que la estructura más eficiente para fiscalizar consolidadamente el funcionamiento del mercado financiero debe estar constituida por una Comisión Nacional de Supervisión del Mercado Financiero (CNSMF).

Esta debería estar integrada por los Superintendentes de Valores y Seguros, de Bancos e Instituciones Financieras y de Pensiones. La jefatura de esta comisión a cargo de un presidente, que tendría voto dirimente. Todos ellos nombrados de acuerdo con el sistema de selección de altos directivos públicos previstos en el párrafo 3° del Título VI de la Ley N° 19.882.

Esta Comisión mantendría las mismas atribuciones que hoy están radicadas en las respectivas Superintendencias. El responsable directo del ejercicio de tales atribuciones y de la supervisión por área sería el Superintendente del sector. A esta Comisión habría que dotarla de mayor potestad normativa. Muchas de las reformas que requiere el funcionamiento eficiente del mercado retardan más de lo aconsejable, dado que ellas son materia de ley. En la idea de agilizar la incorporación a norma reglamentaria de los cambios que requiera la dinámica y extrema rapidez con que se mueven los mercados, será esta Comisión la que se encargue de dictar aquella normativa.

Dentro de esta estructura, debe también existir un comité de sanciones integrado por tres miembros, uno de cada Superintendencia integrada a la Comisión. Su labor principal sería la de decidir la aplicación de sanciones que sugiera el departamento de investigaciones de cada Superintendencia. La reconsideración de la sanción aplicada por este comité sería de conocimiento de la Comisión Nacional.

Es nuestra opinión que hay más ventajas que desventajas en un sistema como el que se ha esbozado en lo que antecede.

Desde luego, mucho menor espacio para la discrecionalidad y arbitrariedad en la toma de decisiones de evidente significación económica. La discusión en un cuerpo colegiado con alto nivel de especialización de sus integrantes, es garantía de que las resoluciones allí adoptadas resulten enriquecidas por el debate.

Adicionalmente, una visión integral, integrada y consolidada de la información originada en cualquier ámbito del sector financiero, permite la adopción de medidas efectivas y oportunas.

Por último, una mayor independencia entre el órgano sancionador y el revisor de la misma será también garantía de imparcialidad en el juzgamiento.

c) Avanzar con más entusiasmo y rapidez en la implementación de mecanismos de autorregulación

El Comité de Autorregulación de la Bolsa de Comercio de Santiago fue creado mediante acuerdo de junta de accionistas de la Bolsa de abril de 2006.

Sus objetivos son conocer y resolver los reclamos que se susciten entre los corredores de la Bolsa, o entre uno o más de éstos y sus clientes, o entre un corredor y la Bolsa, por infracciones a sus Estatutos, al Reglamento de la Bolsa, a las leyes o a las normas impartidas por la Superintendencia; y ejercer la supervigilancia preventiva o correctiva del mercado, en orden al respeto de sus cualidades de ser equitativo, competitivo, ordenado y transparente, pudiendo adoptar acuerdos, ordenar auditorías y hacer sugerencias a la propia Bolsa, a sus autoridades y ejecutivos y a los propios corredores.

En el ejercicio de sus funciones ha aprobado unas "Recomendaciones sobre normas de conductas para los corredores de bolsa" y unas "Reglas para prevenir y combatir el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado".

Por su lado, mediante normas de carácter general números 210 y 211, de 15 de enero de 2008, la SVS ha establecido normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información al mercado. A partir de esta iniciativa las sociedades anónimas fiscalizadas debieron presentar sus manuales de procedimiento en que definen las políticas de las empresas en el manejo de la información y su divulgación al mercado. Además establecen el sistema de sanciones para el evento de que tales compromisos no sean respetados.

Ambas iniciativas han resultado ser efectivas y eficientes. La primera se origina exclusivamente en el sector privado. La segunda es promovida por la autoridad.

Dos ejemplos claros de que el mecanismo de la autorregulación funciona cuando hay voluntad para que así sea.

Es nuestra opinión que prácticamente todos los espacios disponibles para la autorregulación no han sido utilizados por el sector privado.

Es nuestra percepción de que el sector privado no ha visualizado aún con profundidad las ventajas de todo orden que significa generar mecanismos de autorregulación. Se fortalecen las confianzas de los ahorrantes, inversores, accionistas y en general de todos quienes participan en el mercado de capitales. Cuando se instala la idea de que son los pares los que con rigor castigan las actuaciones indebidas de quienes participan en una industria, se fortalecen las confianzas públicas.

Asociaciones gremiales que se formen en la industria de las compañías de seguros, las administradoras de fondos de pensiones, de fondos mutuos, de fondos de inversión o administradoras generales de fondos, podrían ser la instancia a partir de la cual se formarían comités de autorregulación, tal como lo hizo la Bolsa de Comercio.

A partir de tales estructuras, algunas operativas en la actualidad y en todo caso sin gran dificultad para su conformación, podrían montarse mecanismos de autorregulación que sólo reportarán beneficios para quienes procedan de esa forma.

Avanzar en la implementación de diversos mecanismos de autorregulación sólo traerá ventajas para el mercado.

Bibliografía

1. PFEFFER URQUIAGA, Francisco, y PFEFFER URQUIAGA, Germán (2002), *Reforma a la Legislación de Mercado de Capitales* (Santiago, LexisNexis), Tomo I.
2. PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2001): "Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones", en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 28 N° 1: pp.113-141.
3. LEFORT, Fernando, y WIGODSKI, Teodoro (2008): "Una mirada al Gobierno Corporativo en Chile, casos emblemáticos", Ediciones Universidad Católica de Chile.
4. PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2000): "Nuevas normas sobre Gobiernos Corporativo y mayores responsabilidades para los directores de sociedades anónimas", en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27 N° 3: pp. 485-499.
5. PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2007 y 2008): "Algunos comentarios y antecedentes en torno a las reformas introducidas a la legislación de mercado de capitales por la llamada MK2", primera y segunda parte, en *Revista Actualidad Jurídica*, N° 16: pp. 247-290 y N° 17: pp. 315-349.
6. MANUAL DE OPERACIONES DE VENTA CORTA Y PRÉSTAMO DE ACCIONES Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS, aprobado mediante resolución exenta N° 014 de fecha 13 de enero de 2003, de la SVS.
7. PFEFFER URQUIAGA, Francisco, PFEFFER URQUIAGA, Pedro, y otro (1998), *Ley General de Bancos* (Santiago, Editorial Jurídica Conosur Ltda.).

NORMAS

1. Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores, Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.
2. Ley N° 18.046, Ley de Sociedades Anónimas, Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.
3. Ley N° 18.815, Regula Fondos de Inversión, Diario Oficial de 29 de julio de 1989.
4. Ley N° 18.657, que autoriza la creación de Fondos de Inversión de Capital Extranjero, Diario Oficial de 29 de septiembre de 1987.
5. Ley N° 18.876, Establece marco legal para la Constitución y Operación de Entidades Privadas de Depósito y Custodia de Valores, Diario Oficial de 21 de diciembre de 1989.
6. Ley N° 19.528, Introduce modificaciones a la Ley General de Bancos, Diario Oficial de 4 de noviembre de 1997.
7. Ley N° 19.705, Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (Opas) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos, Diario Oficial de 20 de diciembre de 2000.
8. Ley N° 19.768, Introduce adecuaciones de índole tributaria al Mercado de Capitales y flexibiliza el mecanismo de ahorro voluntario, Diario Oficial de 7 de noviembre de 2001.

9. Ley N° 19.769, Flexibiliza las inversiones de los Fondos Mutuos y Compañías de Seguro, crea la Administradora General de Fondos, facilita la internacionalización de la banca y perfecciona leyes de Sociedades Anónimas y de Fondos de Inversiones, Diario Oficial de 7 de noviembre de 2001.
10. Ley N° 19.795, Modifica DL N° 3.500, en materia de Inversión de los Fondos de Pensiones, Diario Oficial de 28 de febrero de 2002.
11. Ley N° 19.882, Regula nueva política de personal a los Funcionarios Públicos que indica, Diario Oficial de 23 de junio de 2003.
12. Ley N° 19.911, Crea Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, Diario Oficial de 14 de noviembre de 2003.
13. Ley N° 20.190, Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el Fomento de la Industria de Capital de Riesgo y continúa el proceso de modernización del Mercado de Capitales, Diario Oficial de 5 de junio de 2007.
14. Ley N° 20.255, Establece Reforma Previsional, Diario Oficial de 17 de marzo de 2008.
15. Ley N° 20.322, Fortalece y perfecciona la jurisdicción tributaria y aduanera, Diario Oficial de 27 de enero de 2009.
16. Ley N° 20.343, Modifica distintos cuerpos legales con el objeto de mejorar las condiciones de financiamiento para personas y empresas, Diario Oficial de 28 de abril de 2009.
17. DL N° 824, Aprueba texto que indica de la Ley sobre Impuesto a la Renta, Diario Oficial de 31 de diciembre de 1974.
18. DL N° 825, Ley sobre Impuesto a las Ventas y Servicios, Diario Oficial de 31 de diciembre de 1974.
19. DL N° 3.475, Impuesto de Timbres y Estampillas, Diario Oficial de 04 de septiembre de 1980.
20. DL N° 3.538, Crea la Superintendencia de Valores y Seguros, Diario Oficial de 23 de diciembre de 1980.
21. DFL N° 251, Ley de Seguros, Diario Oficial de 22 de mayo de 1931.
22. DFL N° 3, de 1997, Fija texto refundido, sistematizado y concordado de la Ley General de Bancos, Diario Oficial de 19 de diciembre de 1997.
23. DFL N° 1, de 2005, del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, contiene texto refundido del DL N° 211, de 1973, que establece normas de Defensa de la Libre Competencia, Diario Oficial de 7 de marzo de 2005.