

Política

Económica
Jaime Gallegos Zúñiga.

Contemporánea.



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONOMICO

MERCADO DE CAPITALES

CÁTEDRA : POLÍTICA ECONÓMICA CONTEMPORÁNEA
PROFESOR: JAIME GALLEGOS ZÚÑIGA

I. INTRODUCCIÓN

El término mercado de capitales puede, a primera vista, provocar una serie de equívocos. De hecho, ya el vocablo *capital* es de suyo difícil de definir, como señala el profesor BALTRA quien nos dice: “*muchas son las problemáticas trabadas sobre la materia. Puede que el origen de la confusión esté en el uso de una misma palabra para referirse a fenómenos distintos. En los comienzos, la palabra capital se empleó para designar el dinero dado en préstamo y diferenciarlo del interés que devengaba. Más tarde, a partir de Adam Smith, la palabra se aplicó, también, a los medios de producción. De esta suerte, con un solo término se denominaron dos fenómenos económicos diversos*”.

Sobre el punto anterior, debemos aclarar que lo intercambiado en este mercado no corresponde a capital –al menos en su acepción como factor productivo- sino que a crédito. De lo anterior, y de un modo muy simple, podemos señalar que el *mercado de capitales corresponde al mercado donde el bien transado es dinero o instrumentos representativos de dinero*.

El Mercado de Capitales es un asignador de recursos que por la vía de una mejor tasa de interés, permite contactar “a los que tienen ideas y no tienen recursos, con los que tienen capital, pero no tienen ideas”.

Ahora bien, de un modo muy sucinto, podemos señalar, que las bases para el buen funcionamiento del Mercado de Capitales estriba en la presencia de:

- i) Oferentes de Capital
- ii) Demandantes de Capital
- iii) Una regulación jurídica moderna y flexible que dé un marco adecuado para el buen funcionamiento del mercado.
- iv) Supervigilancia de la normativa antedicha.

Con todo, no resulta adecuado analizar el Mercado de Capitales de un modo aislado, por ende cabe introducirlo dentro de un Sistema Financiero, y a partir de éste desglosar los elementos que le dan forma.

II. SISTEMA FINANCIERO

NIETO señala que en términos generales, se ha definido al sistema financiero como el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es, que transfieren rentas desde unidades excedentarias hasta las deficitarias. Es, por lo tanto, el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos, jurídicos y económicos, humanos, materiales y técnicos, a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas.

De este modo, podemos señalar que el sistema financiero se compone de los siguientes elementos:

1. *Intermediarios*, - Instituciones encargadas de canalizar los recursos desde unidades de gasto con superávit a unidades de gasto deficitarias.
2. *Instrumentos o Activos Financieros*, - Productos a través de los cuales las instituciones financieras reciben ahorro de los ahorrantes o bien aquellas se los ofrecen a las personas o entidades que solicitan ahorro para financiar inversiones o gastos.
3. *Mercados financieros*, - Conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos.

Un Mercado Financiero eficiente es, como todo mercado eficiente, aquel en cual los precios reflejan toda la información disponible, razón por la cual asigna del modo más adecuado los recursos de capital, esto es, los destina a su mejor uso alternativo.

Dentro de los Mercado Financieros a su vez, y siguiendo a ORTEGA AIECHELE podemos distinguir según el plazo de duración de las operaciones entre mercados monetarios y mercados de capitales.

En los primeros se ofrecen y demandan fondos a corto plazo. Se incluyen activos altamente líquidos tales como billetes, monedas y depósitos a la vista, que fundamentalmente se destinan a operaciones de préstamo a muy corto plazo, así como el financiamiento del déficit fiscal. La institución típica de este sector en Chile es el Banco Central, que en su carácter de agente financiero del Estado, regula la liquidez monetaria, o bien, la tasa de interés en algunos casos.

En los segundos se ofrecen y demandan fondos a mediano y largo plazo. Aquí las sumas ahorradas se concentran y canalizan hacia empleos donde permanecen inmovilizadas durante un largo período.

Este último a su vez, puede subdividirse en mercado crediticio y mercado de valores.

NIETO señala que el primero es un mercado entre entidades de crédito e inversores, en el que aquellos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas. Es un mercado de negociación directa, cerrado al público y con una posición privilegiada de una de las partes. En el Mercado de Valores, también llamado Mercado de Capitales en sentido estricto, los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. Es un mercado de negociación abierta al público, sin que el prestatario se encuentre en una posición de desventaja.

III. MERCADO DE CAPITALS

CACHÓN define mercado de capitales como aquel mercado financiero que tiene por objeto la financiación a medio y largo plazo, tanto a través de activos crediticios directos, como a través de valores mobiliarios a mediano y largo plazo y de valores negociables con derechos de participación social. Es decir el mercado de capitales comprende tanto al mercado crediticio a mediano y largo plazo, como el mercado de valores en sentido estricto.

CHACOFF agrega que es un mecanismo financiero por el que los oferentes de ahorro traspasan dineros activos, recursos monetarios o cualquier otro tipo de crédito –a cambio de un precio y por un tiempo determinado- a inversionistas demandantes de tales recursos –los que se benefician con su uso y goce temporal -, sea que el traspaso se realice en forma directa entre ellos o a través de una estructura intermediaria, la que asume, en su caso, la tarea de captar, concentrar y canalizar el ahorro hacia inversiones productivas.

De esta definición resaltamos dos aspectos:

1. *El mercado de capitales es un mecanismo financiero.* Allá enfoca esta afirmación, en el sentido de que el mercado de capitales es un instrumento de política monetaria que se estructura combinando una serie de factores complejos –instituciones, instrumentos y sujetos coordinados- para un fin: desarrollar una actividad financiera definidas por el elemento dinero o las formas jurídicas que éste adopte, el cual se traspasa entre los sujetos componentes de dicho mecanismo.
2. *La función primordial del mercado de capitales es captar recursos financieros, concentrados en grandes masas y canalizarlos hacia proyectos de inversión rentables y productivos.*

III.1 Características del Mercado de Capitales

Siguiendo a CANO que señala un triple aspecto, y desde ahí condiciona las características esenciales del mismo:

a) *Económico:* Actúa como canalizador de ahorro hacia inversión. Proporciona además a la inversión liquidez, seguridad y rentabilidad. En efecto, las contrapartidas de compras y ventas se realizan a través de los mercados organizados con mayor facilidad, lo que asegura la liquidez de los valores.

De hecho, WONNACOTT afirma que en el mercado de valores deben sopesarse tres elementos: riesgo, liquidez y rentabilidad.

b) *Financiero:* El mercado de valores cumple una función única e inestimable, traspasa activos líquidos, las disponibilidades a corto plazo de los suscriptores de valores nuevos, hacia las inmovilizaciones que efectúan los mismos emisores en los respectivos activos a largo plazo de sus negocios y empresas.

- c) *Social*: Implica una serie de consecuencias:
- Permite tomar decisiones económicas a una gran masa de personas
 - Aumenta el número de inversores y robustece la estabilidad social al aumentar el natural sentido de responsabilidad social, que da el sentirse propietario de una cosa.
 - A través de los índices de precios y negocios, permite conocer estados de opinión colectiva, que de otra manera no serían fácilmente detectables.

Estos tres aspectos son los que le dan al mercado de valores una fisonomía propia, que se manifiesta en las siguientes características:

- i) Tipicidad de los negocios que se conciertan en el mercado de valores
- ii) Formación objetiva e imparcial de precios
- iii) Ausencia física en el local del mercado del objeto de la contratación
- iv) La contratación se efectúa a través de agentes mediadores sin contacto entre compradores y vendedores
- v) La organización del mercado de valores y la naturaleza de las operaciones que en él se celebran, ejercen influencia preponderante en la fijación de los precios de los géneros a cerca de los cuales se contrata en el mercado, de tal suerte que los interesados se hayan constreñidos a tener en cuenta aquellos precios en sus transacciones.
- vi) Existe una particular técnica de contratación.

III.2 Funciones del Mercado de Capitales

- a) Canalizan el ahorro hacia la inversión
- b) Facilitan la liquidez de los activos negociados, permitiendo continua inversiones y desinversiones, lo que a su vez es fundamental respecto a las nuevas emisiones o colocaciones de activos.
- c) Contribuyen a la fijación de los precios de emisión de los nuevos activos, así como de los precios de negociación en el mercado secundario.
- d) Permiten alcanzar un alto grado de eficiencia económica respecto al ahorro y a la inversión, garantizando un equilibrio cuantitativo entre ambas magnitudes, así como el mayor grado posible de cobertura de las respectivas necesidades de ahorro e inversión a través de los activos idóneos en cuanto a cuantía y plazo.
- e) En particular, respecto de las acciones, permiten valorar éstas y en consecuencia, ofrecen una valoración objetiva de la sociedad, estableciendo un elemento de análisis de la gestión empresarial y permitiendo comparaciones entre sociedades, es decir, son un indicador adecuado de cuanto vale la empresa en cada momento.

CACHÓN afirma que como mercado secundario, el mercado de valores tiene fundamentalmente la misión de otorgar liquidez al capital invertido, estableciendo una relación bi-unívoca entre los deseos de liquidez de los inversores y la necesidad de los emisores de disponer permanentemente de capital. De esta

manera, cumple en líneas generales la función característica del mercado financiero de modificar los vencimientos de las inversiones de dinero.

III.3 Clasificación de los Mercados

3.1. a. *Mercados Financieros Primarios* (LARROULET-MONCHÓN), son aquellos en que los activos intercambiados son de nueva creación.

Entendemos por tal aquel en que los compradores y el emisor participan en la determinación de los precios de los instrumentos ofrecidos al público por primera vez, empleando para ello procedimientos previamente determinados y conocidos e información pública conocida, tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él.

3.1. b. *Mercados Financieros Secundarios*, son aquellos donde no se crea una nueva deuda, simplemente cambia el poseedor de un activo financiero ya existente.

3.2. a. *Mercado de Capitales Formal*, es aquel donde las operaciones efectuadas se practican a través de intermediarios financieros.

3.2. b. *Mercado de Capitales Informal*, es aquél donde las operaciones se realizan directamente entre oferentes y demandantes, sin la participación de un intermediario financiero.

A este respecto, TRUCCO señala que el mercado formal se asocia a los siguientes elementos:

- Existencia de un conjunto de instituciones y, eventualmente, de intermediarios.
- Existencia de amplia información al público, sobre todo respecto de los precios en que se transan los valores.
- Un sistema normativo por el cual se rige ese mercado y, normalmente, un sistema de fiscalización previsto en la ley u otras normas. El sistema normativo incluye determinados principios conforme a los cuales se organiza el funcionamiento del mercado.

El artículo 4 bis a) de la Ley N° 18.045 define el mercado secundario formal como aquel en que los compradores y vendedores están simultáneamente y públicamente participando en forma directa o a través de un agente de valores o corredor de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transen en él, siempre que diariamente se publiquen el volumen y el precio de las transacciones efectuadas y cumpla con los requisitos relativos a número de participantes, reglamentación interna y aquellos tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él, que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general.

3.3. a. *Mercado Bursátil* es aquel que comprende todas aquellas operaciones que son organizadas y reglamentadas por instituciones formales y especializadas, denominadas bolsas de valores.

3.3. b. *Mercado Extrabursátil*, se constituye por todas aquellas operaciones realizadas fuera de la bolsa de comercio y llevadas a cabo por intermediarios que actúan en forma paralela a los corredores de bolsa.

IV. MERCADOS DE VALORES COMO MERCADO PERFECTO Y EFICIENTE

Siguiendo a ORTEGA podemos decir, que el mercado de valores participa de las siguientes características:

1. Que sea *perfecto* significa que:

- a) Los precios se forman libremente, vale decir, por el libre juego de la oferta y la demanda.
- b) No es posible la existencia de monopolios u oligopolios debido a la existencia de un gran número de compradores y vendedores. Es por ello que ningún comprador o vendedor puede influir en los precios de éstos.
- c) Requiere transparencia, es decir, información amplia y oportuna para intermediarios e inversores en condiciones de igualdad.
- d) Mercado de productos homogéneos, es decir, los productos negociados pertenecientes a la misma emisión son iguales entre sí, facilitando su intercambio.

2. Que sea *eficiente* implica que esté abierto a una serie de innovaciones, tales como:

- a) Constante aparición de nuevos mercados e instrumentos financieros negociables en sustitución de las fórmulas tradicionales de materialización del ahorro y del crédito (proceso de securitización o titularización).
- b) Internacionalización de los mercados, vale decir, ampliación de las inversiones extranjeras y de las inversiones exteriores.
- c) Ampliación de técnicas de gestión y análisis
- d) Informatización de los procesos de negociación, liquidación y difusión de información
- e) Intento de formación de mercados nacionales e internacionales de valores.
- f) Rol preponderante de los inversionistas institucionales.

- Ahora, siguiendo la clasificación del profesor SEPÚLVEDA, podemos decir que el Mercado de capitales está formado por instituciones y normas.

V. NORMAS QUE REGULAN EL MERCADO DE VALORES

BERCOVITZ señala que es el conjunto de normas que establecen el régimen jurídico de los títulos objeto de dicho mercado y de los sujetos, profesionales e instituciones peculiares del mismo; las que establecen las obligaciones que deben cumplir frente al mercado las entidades cuyos títulos estén difundidos entre el público ahorrador; las que regulan las actividades dirigidas a promover la adquisición de los títulos por parte de los ahorradores y las que regulan los contratos típicos que ahí se ejecutan.

Dentro de las normas que regulan el mercado de valores chileno, podemos mencionar entre otras:

1. Ley 18.045¹ de 1981, Ley de Mercado de Valores.

Conforme al artículo 1° de esta ley, quedan sujetos a su regulación:

- i) Todas aquellas transacciones de valores que tengan sus orígenes en ofertas públicas de los mismos.
- ii) Que se efectúen con intermediación por parte de agentes o corredores de valores.

Se excluyen de este marco, según se desprende del artículo 3°, los valores emitidos o garantizados por el Estado, por instituciones públicas centralizadas o descentralizadas o por el Banco Central de Chile. Además de las obligaciones que la Superintendencia de Valores y Seguros exima de este régimen.

2. Ley 18.046 de 1981, Ley sobre Sociedades Anónimas

No es sino con el nacimiento de la sociedad anónima, que el mercado de valores y específicamente el bursátil surgen como una institución de importancia económica.

Así, sociedad anónima y mercado de valores se transforman en vasos comunicantes que se nutren recíprocamente: uno aporta los instrumentos, otro el centro de contratación.

De hecho, son esencialmente las sociedades anónimas aquellos agentes, que al demandar recursos de oferentes de capital colocarán instrumentos -ya sea de renta fija o renta variable- en el mercado bursátil.

3. Decreto Ley 3.500 de 1980, que establece el régimen de pensiones en Chile.

Regula las inversiones que las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden efectuar en el mercado primario y secundario formal de valores que aquellos recursos administran.

Estos recursos provienen del Fondo de Pensiones que está constituido por las cotizaciones obligatorias y voluntarias que efectúan los trabajadores a sus respectivas cuentas de capitalización individual; los depósitos que realizan a sus cuentas de ahorro voluntaria y la inversión de los recursos antes mencionados.

4. Decreto Ley 3538 de 1980, Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros

La Superintendencia de Valores y Seguros es la principal autoridad administrativa, encargada por ley de dictar normas, impartir instrucciones, fiscalizar y sancionar a quienes infringen la reglamentación del mercado de valores.

¹ Ley que se complementa con una serie de Circulares y Normas de Carácter General de la Superintendencia de Valores y Seguros, que se encarga de especificar el contenido de sus disposiciones.

5. Decreto Ley 1328 de 1976, sobre Sociedades Administradores de Fondos Mutuos
6. DFL 251 de 1931, sobre Compañía de Seguros.
7. DL 1328 de 1976, fija normas sobre administración de Fondos Mutuos
8. DFL 3 de 1997, que contiene el texto refundido de la Ley General de Bancos.
9. Ley 18.840 de 1989, Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.

VI. INSTITUCIONES QUE PARTICIPAN EN EL MERCADO DE VALORES

1. Instituciones de Control

a) Superintendencia de Valores y Seguros (DL.3538)

Conforme al artículo 1° de su Ley Orgánica, la Superintendencia es una organización autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda.

De acuerdo con el artículo 3° de su Ley Orgánica, a este organismo le corresponde la superior fiscalización de:

- Personas que emitan o intermedien valores de oferta pública.
- Bolsas de Valores mobiliarios y las operaciones bursátiles.
- Asociaciones de los agentes de valores y las operaciones sobre valores que estos realicen.
- Fondos Mutuos y las sociedades que los administran.
- Sociedades Anónimas y las Sociedades en comandita por acciones que la ley sujeta a su vigilancia.
- Empresas dedicadas al comercio de seguros y reaseguros, cualquiera sea su naturaleza y los negocios de éstas.
- Cualquiera otra entidad o persona natural o jurídica que la presente ley le encomienden.

Las labores de fiscalización de los agentes que desarrollen oferta pública de valores tienen lugar una vez que se hayan inscrito en el Registro de Valores, ya que sólo puede hacerse oferta pública de valores si el emisor y los instrumentos han sido registrados ahí (art. 6° Ley N° 18.045). En el referido Registro de Valores se deben inscribir (art. 5° de la Ley N° 18.045):

- Los emisores de valores de oferta pública
- Los valores que sean objeto de oferta pública
- Las acciones de las sociedades del inciso segundo del art.1° de esta ley
- Las acciones emitidas por sociedades que voluntariamente así lo soliciten.

La Superintendencia deberá efectuar la inscripción en el Registro de Valores, una vez que el emisor le haya proporcionado la información que ésta requiera sobre su situación jurídica, económica y financiera, las cuales se encuentran contenidas en la Norma de Carácter General N° 30 de 1989.

La inscripción de acciones será necesaria en el caso de las sociedades anónimas o en comandita, que cumplan con las características del art. 2° de la Ley N° 18.046, esto es, que tengan más de 500 accionistas y/o aquellas en las que, a lo menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje.

En los otros casos la inscripción de las acciones será voluntaria, debiendo señalarse expresamente en la carta que acompaña a la solicitud si la sociedad inscribirá las acciones.

A las sociedades que emitan valores destinados a ser transados exclusivamente por inversionistas calificados podrá requerir menos información, materia que se encuentra regulada por la Norma de Carácter General N° 119.

Para proceder a la inscripción en el Registro de Valores, destinada al público en general, se debe presentar una solicitud de inscripción a la Superintendencia de Valores y Seguros, acompañada de una carta firmada por el gerente general o por la persona que haga sus veces, conteniendo toda la información ahí señalada, señalando explícitamente la causal de inscripción.

La información que debe acompañarse es:

a) *Antecedentes generales económicos y financieros*

Se deberán presentar los estados financieros de la entidad que se inscribe, individual o consolidado² cuando corresponda, para el último ejercicio anual, en forma comparativa respecto del año anterior. La presentación comparativa debe efectuarse conforme a las instrucciones dadas por la Superintendencia a este respecto.

Los estados financieros deberán ser auditados por auditores externos inscritos en el Registro que mantiene la Superintendencia.

Cuando los estados financieros anuales de la entidad que se inscribe sean de una antigüedad superior a noventa días a la fecha de presentación de la solicitud de inscripción, deberá presentarse además, estados financieros individuales y consolidados según corresponda, a una fecha más reciente, debidamente auditados por auditores externos inscritos en el Registro de la Superintendencia.

Cuando la entidad que se inscribe no hubiere confeccionado los estados financieros exigidos en razón de su reciente formación, se deberá acompañar estados financieros individuales y consolidados según corresponda, referidos a

² Se entiende por **estados financieros consolidados** aquellos que presentan los activos, pasivos, ingresos y gastos y el flujo de efectivo de una compañía matriz y sus filiales como si el conjunto fuera una sola empresa.

un cierre mensual y de una antigüedad no superior a 90 días a la fecha de la solicitud de inscripción, los que deberán estar por auditores externos inscritos en la Superintendencia.

Los estados financieros que se incluyan deberán ser preparados de acuerdo a los principios y normas contables de aceptación general, y a las normas dictadas por la Superintendencia, las que prevalecerán en caso de contradicción entre sí.

Debe incluirse un análisis claro y preciso por parte del gerente general o del que haga sus veces, de la situación financiera de la entidad, referido tanto a los estados financieros individuales como consolidados.

b) Hechos relevantes o esenciales

Debe señalarse todo hecho o información esencial o relevante, que tenga o pueda tener interés en el futuro influencia o efecto en el desenvolvimiento de los negocios de la entidad, en sus estados financieros, en sus valores o en la oferta de ellos.

En esta materia deberá incluirse una clara descripción de hecho o información esencial, indicando al mismo tiempo el efecto o influencia respectiva.

Información esencial es aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones de inversión. (Art. 9° Ley N° 18.045)

La propia Norma de Carácter General N° 30 de 1989 la sección segunda punto B.3 da ejemplos de hechos esenciales:

- Disminución importante del valor de los activos de la empresa, proveniente del deterioro de la situación financiera de los principales deudores o de entidades en las que mantenga inversiones, por mermas, deterioro u obsolescencias de existencias y activos fijos, o por otras causas similares.
- Acuerdo de concurrir a la formación de filiales o coligadas.
- Contingencias que puedan afectar significativamente, en forma positiva o negativa, los activos y/o patrimonio de la empresa, tales como juicios, reclamos por actividades monopólicas, conflictos laborales, otorgamiento de garantías a favor de terceros o a favor de la empresa por terceros, u otros hechos similares.
- Cambios importantes en la paridad cambiaria, en los aranceles, en los precios de insumos o materias primas, o en cualquier otra variable, que puedan afectar los negocios de la empresa.
- Suscripción, modificación o término por cualquier causa, de contratos o convenciones que revistan importancia para la empresa.
- Paralización parcial o total de faenas, por cualquier causa.
- Variaciones significativas en tasas de interés, plazos u otras condiciones de las deudas, capitalizaciones de créditos y/o condonación parcial o total de las deudas, todas ellas, resultantes de negociaciones o de suscripción de convenios de pago con acreedores.
- Suscripción de convenios o realización de negociaciones con deudores importantes.

- Suscripción, modificación o término de contratos o convenciones de cualquier especie con personas o entidades relacionadas con la propiedad o gestión de la empresa, cuando involucren montos significativos o revistan relevancia por cualquier causa para la marcha de la empresa y, en la medida que sea distinta de las operaciones habituales mantenidas con las personas o entidades relacionadas.
- La iniciación de nuevas actividades o negocios en escala significativa o la realización de inversiones importantes destinadas a expandir las actividades.
- Los acuerdos sobre creación, modificación o supresión de preferencias, de transformación, fusión y división de la sociedad.
- La renuncia o revocación del directorio y la renuncia o remoción del gerente general.
- Variaciones importantes en las condiciones del mercado en que participa la empresa, relacionadas con el tamaño de ésta, barreras de entrada o salida, precios de productos, etc.
- Cambios de importancia en la propiedad de la empresa.
- Variaciones significativas en el precio de mercado de sus acciones o transferencias importantes de acciones fuera de bolsa, a precios significativamente distintos de su valor de mercado.
- El hecho de modificar los límites o porcentajes que la normativa vigente o la sociedad, hayan establecido respecto de las operaciones de la sociedad, y cuya modificación, de acuerdo a la normativa vigente o a los estatutos de la sociedad, requieran de su aprobación en junta de accionistas.
- El hecho de que la sociedad sobrepase los límites o porcentajes a que refiere el punto precedente.
- Cualquier otro hecho que produzca o pueda producir influencia positiva o negativa en la marcha de la empresa, en sus valores o en la oferta de ellos.

Debe dejarse especial constancia que la calificación de la información ha sido entregada por la ley al criterio de la propia dirección o administración de la empresa, correspondiéndole a ella determinar si un hecho, circunstancia o antecedente reúne las características fijadas por el legislador.

c) *Otros antecedentes*

La solicitud de inscripción deberá incorporar los siguientes i) **documentos**, e ii) información adicional.

- Respecto a los documentos deberá acompañar, si es una **sociedad anónima**:
- Copias de escritura de constitución y sus modificaciones, debidamente legalizadas. Para este efecto deberá presentarse el texto refundido actualizado de éstas, que incluya información relativa a los últimos 10 años. En caso de que dicho texto no se encuentre actualizado, se debe presentar el último existente acompañado en las modificaciones ocurridas desde la fecha de su elaboración hasta la fecha de presentación de la solicitud.

- Certificado del Conservador de Bienes Raíces respectivo, acerca de encontrarse vigente y de sus anotaciones marginales, de una antigüedad no superior a 15 días a la fecha de la solicitud.
- Cualquier modificación o cambio que se produzca en los estatutos de la sociedad o en la nómina de directores o liquidadores y/o gerente general mientras se encuentre pendiente la inscripción, deberá ponerse en conocimiento de la Superintendencia acompañando la documentación pertinente.
- Copia de las escrituras modificatorias de los estatutos aún no legalizadas, cuando se encuentre vigente el plazo en que deba cumplirse dicho trámite.
- Copia actualizada de los estatutos, firmada por el gerente o por quien haga sus veces, con indicación de la fecha y notaría en que se otorgó la escritura de constitución, y las de sus modificaciones, en su caso, y de los datos referentes a sus legalizaciones.

Si es **otro tipo de sociedad:**

- Copia de la escritura de constitución y sus modificaciones, debidamente legalizadas. Para este efecto deberá presentarse el texto refundido actualizado de éstas, que incluya información relativa a los últimos 10 años. En caso de que dicho texto no se encuentre actualizado, se debe presentar el último existente acompañado de las modificaciones ocurridas desde la fecha de su elaboración hasta la fecha de presentación de la solicitud.
- Certificado del Conservador respectivo, acerca de encontrarse vigente y de sus anotaciones marginales, de una antigüedad no superior a 15 días a la fecha de la solicitud.
Cualquier modificación o cambio que se produzca, en los estatutos de la sociedad o en la nómina de administradores o liquidadores y gerente general o representante legal, mientras se encuentre pendiente la inscripción, deberá ponerse en conocimiento de la Superintendencia acompañando la documentación pertinente.
- Declaración jurada en que se comprometen los socios a no disolverse anticipadamente por reunirse todos los derechos o las acciones en manos de una sola persona, sin previa autorización de la Superintendencia. En caso de sociedad en comandita, si el gestor es otra sociedad deberá presentarse igual declaración de ésta.
Las declaraciones antes referidas deberán ser suscritas por todos los socios.
- Copia de las escrituras modificatorias de los estatutos aún no legalizadas, cuando se encuentre vigente el plazo en que deba cumplirse dicho trámite.
- Tratándose de sociedades en comandita cuyo gestor sea otra sociedad, deberá acompañarse respecto de ésta todos los antecedentes señalados en los puntos precedentes.

ii) **Información adicional:**

- Lista de accionistas o socios. Debe acompañarse una lista de accionistas o socios por orden alfabético a la fecha de la solicitud. Indicando el número de acciones o porcentaje de los derechos que cada uno posea.
- Facsímil de títulos accionarios. Debe acompañarse una copia del facsímil de los títulos de las acciones que deban ser inscritas que incluya las medidas de seguridad requeridas por la Superintendencia.

- Memoria. Debe presentarse, en caso que corresponda, la última memoria presentada a los accionistas o socios de la entidad que se registra.

d) Declaración de responsabilidad

Debe estamparse una declaración jurada de responsabilidad de veracidad respecto de toda la información proporcionada para fines de inscripción del emisor de valores en el Registro de Valores. Dicha declaración debe ser suscrita por la mayoría de los directores requerida por los estatutos sociales para la adopción de acuerdos del directorio, y por el gerente general o por quien haga sus veces, tratándose de sociedades anónimas. En caso de otras entidades, deberá ser suscrita por las personas que de acuerdo al pacto social representen válidamente a la entidad, y por el gerente general.

Adicionalmente debe estamparse una declaración jurada especial, en el sentido que el emisor no se encuentra en cesación de pagos, firmada por las personas citadas anteriormente, según corresponda.

Luego del texto de ambas declaraciones deberán registrarse los nombres de los declarantes, sus RUT, sus cargos y estamparse sus firmas.

Además, debemos tener presente que el art. 10 de la Ley N° 18.045 dispone: “Las entidades inscritas en el Registro de valores quedarán sujeta a esta ley y a sus normas complementarias y deberán proporcionar a la Superintendencia y al público en general la misma información a que están obligadas las sociedades anónimas abiertas y con la periodicidad, publicidad y en la forma que se exige a éstas.

Asimismo, y sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, las entidades comprendidas en él deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que el ocurra o llegue a su conocimiento.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, con la aprobación de $\frac{3}{4}$ partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social. Tratándose de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado, la decisión de reserva debe ser tomada por todos los administradores.

Las decisiones y acuerdo a que se refiere el inciso anterior deberán ser comunicados a la Superintendencia al día siguiente hábil a su adopción.

Los que dolosa o culpablemente califiquen o concurran con su voto favorable a declarar como reservado un hecho o antecedente, de aquellos a que se refiere el inciso tercero de este artículo, responderán en la forma y términos establecidos en el artículo 55 de esta ley”.

En lo que atañe a los “hechos reservados” la Superintendencia de Valores y seguros, mediante Oficio Circula N° 972 de 1998 precisó que: “la calificación de

reservado se debe ajustar estrictamente al criterio descrito, esto es, la concurrencia de tres requisitos copulativos, a saber: que exista una negociación aún pendiente, que los hechos o antecedentes se refieran a esa negociación y que éstos de conocerse puedan perjudicar el interés social”.

“El acuerdo debe ser adoptado, a lo menos, por el voto favorable de de las $\frac{3}{4}$ partes de los directores en ejercicio o por la totalidad de los administradores, en el caso de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado”.

“Una vez que un hecho o antecedente ha sido calificado de reservado, los directores, administradores y en general, toda persona que por cualquier razón tenga acceso a esa información, deberá, de conformidad a la ley, guardar estricta reserva del hecho o antecedentes mientras mantenga la calidad de reservado. Al respecto cabe recordar que todas las personas en conocimiento del hecho o antecedente, no deben divulgarlo, por ningún medio, o hacer uso de la citada información, mientras no pierda tal calidad y no sea comunicada oficialmente al mercado”.

Otras funciones que desempeña la Superintendencia de Valores y Seguros:

- Interpretar administrativamente las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las personas y entidades fiscalizadas, y fijar normas, impartir instrucciones y dictar órdenes para su aplicación y cumplimiento.
- Examinar todas las operaciones, bienes, libros, cuentas, archivos y documentos de los sujetos o actividades fiscalizados y requerir de ellos o de sus administradores, asesores o personal, los antecedentes y explicaciones que juzguen necesarios para su información.
- Requerir de las personas o entidades fiscalizadas que proporcionen por las vías, que la Superintendencia señale, veraz, suficiente y oportuna información al público sobre situación jurídica, económica y financiera.

Por otra parte, debemos tener presente que existen organismos privados que contribuyen a la labor de fiscalización de los órganos reguladores, mediante el análisis y validación de la información financiera de las sociedades. Este es el caso de las clasificadoras de riesgo, los auditores externos y las bolsas de valores.

Las **clasificadoras de riesgo** son las encargadas por ley de clasificar los valores de oferta pública, especialmente los emitidos por sociedades anónimas y bancos.

El art. 71 de la Ley N° 18.045 señala que la Superintendencia llevará un Registro de entidades Clasificadoras de Riesgo, para lo cual se debe dar

cumplimiento a los requisitos establecidos por el legislador y la misma Superintendencia.

Las clasificadoras de riesgo tendrán como exclusivo objeto clasificar los valores de oferta pública, pudiendo realizar, además, las actividades complementarias que autorice la Superintendencia.

Luego, el art. 76 de la Ley N° 18.045 dispone que los emisores de valores de oferta pública que emitan títulos representativos de deuda, deben contratar, a su costo, la clasificación continua e ininterrumpida de dichos valores, con a lo menos dos clasificadoras de riesgos diferentes e independientes entre sí. Los emisores de valores de oferta pública que emitan acciones o cuotas de fondos de inversión podrán someter voluntariamente a clasificación tales valores.

Debemos tener presente que en caso de la emisión de títulos de deuda de corto plazo sólo será necesaria la contratación de una clasificación de riesgos continua e ininterrumpida

Las clasificadoras de riesgo deberán actualizar y hacer públicas sus clasificaciones en la forma y con la periodicidad que determine la Superintendencia.

El art. 88 de la Ley N° 18.045 se encarga de tratar las diferentes categorías de clasificaciones de riesgo, señalando que los títulos de clasificarán en consideración a la solvencia del emisor, a la probabilidad de no pago del capital e intereses, a las características del instrumento y a la información disponible para su clasificación, en categorías nominadas con las letras AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D y E, si se tratare de títulos de deuda a largo plazo, y con las letras N-1, N-2, N-3, N-4 y N-5, si se tratare de títulos de deuda de corto plazo.

La categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuenten con la más alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero éste es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, o en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponden a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Las categorías de clasificación de títulos de deuda de corto plazo son las siguientes:

Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 4 (N-4) Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2, N-3.

Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Cada vez que la legislación se refiera a clasificación de títulos de deuda o de obligaciones, utilizando las categorías A, B, C, D o E, se entenderá que ellas corresponden, respectivamente, a lo siguiente:

- A: Corresponde a categorías AAA, AA y N-1
- B: Corresponde a categorías A y N-2
- C: Corresponde a categorías BBB y N-3
- D: Corresponde a categorías BB, B, C, D y N-4, y
- E: Corresponde a categorías E y N-5

La Norma de Carácter General n° 25 de 1988 de la Superintendencia de Valores y Seguros es la encargada de regular el procedimiento de clasificación de valores de oferta pública, para la determinación de las categorías dadas.

Los **auditores externos**, deben pronunciarse respecto de los estados financieros de las sociedades y demás entidades que conforman estos mercados.

Sobre este punto cabe tener presente la regulación dada a partir del art. 51 de la Ley n° 18.046 sobre Sociedades Anónimas que señala: “Las juntas ordinarias de las sociedades anónimas cerradas deberán nombrar anualmente dos inspectores de cuentas titulares y dos suplentes, o bien auditores externos independientes con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balances y otros estados financieros, debiendo informar por escrito a la próxima junta ordinaria sobre el cumplimiento de su mandato. Los inspectores de cuentas podrán, además, vigilar las operaciones sociales y fiscalizar las actuaciones de los administradores y el fiel cumplimiento de sus deberes legales, reglamentarios y estatutarios”

El art. 43 del Reglamento de sociedades anónimas (DS N° 587 del Ministerio de Hacienda, de 1982) dispone: “Los inspectores de cuentas deberán ser personas naturales mayores de edad, libres administradores de sus bienes y que no hayan sido condenados por delitos que merezcan pena aflictiva. Lo anterior es sin perjuicio de los requisitos adicionales que puedan establecer los estatutos sociales”

Luego, el artículo 52 de ese mismo cuerpo legislativo nos dice: “La junta ordinaria de accionistas de las sociedades anónimas abiertas deberá designar anualmente auditores externos independientes con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros de la sociedad, y con la obligación de informar por escrito a la próxima junta ordinaria de accionistas sobre el cumplimiento de su mandato”.

Los estatutos podrán establecer, además, en forma permanente o transitoria, la existencia de inspectores de cuentas, para los fines y con las facultades de éstos.

El art. 52 del Reglamento de sociedades anónimas (DS N° 587 del Ministerio de Hacienda, de 1982) señala que los auditores externos que deben designar anualmente las sociedades anónimas abiertas serán elegidos de entre los inscritos en el Registro de Auditores, que para este efecto lleva la Superintendencia de Valores y Seguros.

Conforme al art. 48 de este mismo reglamento, para ser auditor externo se debe contar con el título de contador auditor, ingeniero comercial o bien, estar facultado por ley para emitir informes de auditoría de estados contables financieros y que acrediten ejercicio profesional de a lo menos 3 años.

También podrán hacer auditoría externa los contadores con a lo menos 5 años de ejercicio profesional.

Los auditores externos deberán ser libres administradores de sus bienes y no haber sido condenados por delitos que merezcan pena aflictiva.

En el caso de que se trate de una sociedad de auditoría externa, los administradores de la sociedad, sus socios principales, las personas a quienes la sociedad encomiende la dirección de una determinada auditoría y los que firmen los informes correspondientes, deberán reunir los requisitos y estar sujetos a las obligaciones que se exige para los auditores externos.

En las sociedades de auditoría externa el capital de la sociedad deberá pertenecer a lo menos en un 50% a los socios principales o a personas facultadas para desempeñar funciones de auditoría externa.

Para estos efectos se entiende como socios principales aquellos que individualmente sean dueños de a lo menos el 10% de los derechos sociales.

El art. 57 del Reglamento de sociedades anónimas (DS N° 587 del Ministerio de Hacienda, de 1982) dispone: “Los inspectores de cuentas y los auditores externos entregarán su informe escrito a la sociedad, a lo menos con 15 días de anticipación a la fecha de la celebración de la junta, a fin de que los accionistas puedan, dentro de dicho plazo, imponerse del contenido del informe. Toda esta materia encuentra mayor regulación en la Circular N° 1167 de 1994 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

En lo que atañe a eventuales medidas que puede adoptar la Superintendencia de Valores y Seguros cuando detecte alguna irregularidad en algún valor o emisor, el art. 14 de la Ley N° 18.045 nos dice: “La Superintendencia, mediante resolución fundada, podrá suspender hasta por 30 días la oferta, las cotizaciones o las transacciones de cualquier valor, regido por esta ley, si a su juicio así lo requiere el interés público o la protección de los inversionistas. El plazo antes indicado podrá ser prorrogado hasta por 120 días si a juicio de la Superintendencia aún se mantienen las circunstancias que originaron la suspensión. Si vencida la prórroga subsisten tales circunstancias, la Superintendencia cancelará la inscripción pertinente en el Registro de Valores”.

Luego, el artículo 15 de esta misma ley es el encargado de contemplar los distintos supuestos que dan lugar para la cancelación de un valor en el Registro de valores, lo que tendrá lugar:

- En el caso de acciones, cuando el emisor así lo solicite porque durante el curso de los 6 meses precedentes la sociedad no ha reunido los requisitos establecidos en el inciso segundo del art. 1° de la Ley N° 18.045.
- Cuando un emisor inscrito voluntariamente lo solicite, siempre que no cumple con alguna de las condiciones que hacen obligatoria la inscripción
- Cuando la Superintendencia lo resuelva, de acuerdo a lo establecido en el art. 14 de la Ley N° 18.045, ya citado.
- Cuando la Superintendencia, en caso grave y por resolución fundada así lo determine, en razón de que: 1) se hubiere obtenido la inscripción por medio de informaciones o antecedentes falsos; 2) durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare al Registro de Valores, a las bolsas o a los corredores o agentes de valores informaciones o antecedentes falsos; 3) con ocasión de su oferta en el mercado, el emisor difundiere noticias o propagandas falsas; 4) el valor no cumpla con los requisitos que hicieron necesaria su inscripción
- Los derechos conferidos por el valor inscrito se haya extinguido totalmente.
-

Las resoluciones que la Superintendencia dicte de conformidad al artículo 14 de la Ley N° 18.045 es reclamable ante la Corte de Apelaciones de Santiago.

Las *bolsas de valores* contribuyen a la autorregulación de los agentes del mercado, imponiendo determinadas pauta de conducta en su actuación.

e) Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

El artículo 1° de la Ley General de Bancos prescribe que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras es una institución autónoma, con personalidad jurídica, de duración indefinida, que se rige por la presente ley y se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda.

Corresponde a la Superintendencia la fiscalización del Banco del Estado, de las empresas bancarias, cualquiera sea su naturaleza y de las entidades financieras cuyo control no esté encomendado por la ley a otra institución (artículo 2°).

Es función del Superintendente velar porque las instituciones fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que rijan y ejercer la más amplia fiscalización sobre todas sus operaciones y negocios.

La facultad de fiscalizar comprende también las de aplicar o interpretar las leyes, reglamentos y demás normas que rijan a las empresas vigiladas.

Para los efectos indicados, podrá examinar sin restricción alguna y por los medios que estime del caso, todos lo negocios, bienes, libros , cuentas, archivos,

documentos y correspondencia de dichas instituciones y requerir de sus administradores y personal, todos los antecedentes y explicaciones que juzgue necesario para su información acerca de su situación, de sus recursos, de la forma en que se administran sus negocios, de la actuación de sus personeros, del grado de seguridad y prudencia con que se hayan invertido sus fondos, y en general, de cualquier otro punto que convenga esclarecer.

Podrá, asimismo, impartirles instrucciones y adoptar las medidas tendientes a corregir las deficiencias que observare y, en general, las que estime necesarias en resguardo de los depositantes u otros acreedores y del interés público. (Artículo 12)

f) Superintendencia de Pensiones.

La Superintendencia de Pensiones es el organismo contralor que representa al Estado al interior del sistema chileno de pensiones, basado en la capitalización individual.

Es una entidad autónoma, cuya máxima autoridad es el Superintendente, designado por el Presidente de la República. Se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, por intermedio de la Subsecretaría de Previsión Social.

La Superintendencia, como organismo contralor, técnico y profesionalizado tiene como objetivo la supervigilancia y control de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y de la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC), entidad que recauda las cotizaciones, invierte los recursos y paga los beneficios del seguro de cesantía.

2 Instituciones de Operación (Bolsa de Valores)

El artículo 38 de la Ley N° 18.045 señala que las bolsas de valores son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley.

De un modo más sucinto, pero no por ello menos preciso, podemos decir que las bolsas de valores son sociedades anónimas que se constituyen para que se transe en ellas valores, acciones y otros instrumentos, cobrando un derecho de transacción.

ORTEGA nos dice, que la bolsa es el eje central entorno al cual el mercado de valores funciona. La bolsa le da su impulso real y es por ello que todas las características, notas particulares y definitorias de este mercado y sus funciones son también notas propias de las bolsas de valores.

El mercado de valores es la construcción abstracta e ideal de un conjunto de principios y normas que tienen que obtener una adecuada captación, concentración y canalización de recursos hacia inversiones de desarrollo social y

económico, siendo la bolsa el instrumento directo de materialización de estos fines.

Las funciones que debe cumplir una Bolsa de Valores son:

- i) Distribución de capital escaso y optimización en la asignación de recursos.
- ii) Creación de un mercado continuo.
- iii) Contribuye a obtener un adecuado nivel de información sobre las transacciones y a una formación libre de los precios.
- iv) Facilitan el proceso de inversión al proporcionar un lugar en el mercado en el cual se pueden llevar a cabo las transacciones de un modo eficaz y relativamente poco costoso.
- v) Facilitan el flujo ahorro-inversión.
- vi) Regulan y ordenan el mercado.

El art. 39 de la Ley N° 18.045 señala que las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

Lo anterior, es sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia para impartir a las bolsas y a sus corredores las instrucciones y normas que estimen necesarias para el cumplimiento de los objetivos señalados.

La Fiscalía Nacional Económica (Dictamen N° 1078 de 1999 de la Comisión preventiva Central) ha precisado: *“Desde el punto de vista económico la función de la bolsa es reducir los costos de transacción en la compra y venta de instrumentos financieros. Esta función de interés general, lo que explica la existencia de una ley regulatoria especial y la exigencia que establece el artículo 39 en cuanto a que las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente. Las bolsas constituyen una de las formas en que se transan instrumentos financieros. Por esta función de interés general, el mercado de valores requiere condiciones institucionales especiales que eviten el fraude de la fe pública y hace necesario una ley que regule la operación de las bolsas. Más aún, en el mismo artículo 39 citado, la ley señala que la Superintendencia tiene facultades para impartir instrucciones y normas para asegurar el cumplimiento de los objetivos indicados”*.

“Debido a los resguardos a que está sometido el mercado de valores, es que a las administradoras de fondos de pensiones sólo se les autoriza vender y comprar valores a través de bolsas. No es en consecuencia consistente con el espíritu del legislador someter a los fondos de pensiones al pago de derechos de bolsa arbitrariamente fijados y que en definitiva forman parte de los gastos en que deben incurrir los inversionistas al comprar o vender valores”.

“Los reglamentos de las bolsas, dentro de los cuales se incluyen las especificaciones respecto de los derechos de bolsa, deben incluir normas que

fomenten el desarrollo del mercado de valores. Es por esto, que la Ley de Valores precisa, además, que las cuotas que pagan quienes utilizan la bolsa deben cubrir los gastos y costos específicos de la operación”.

“Para determinar estos costos, incluido el costo de capital que representa a su vez las utilidades de los accionistas, es necesario identificar los requerimientos de su funcionamiento”.

“Para operar una bolsa incurre principalmente en costos fijos asociados a la utilización de los siguientes medios: a) activos físicos que hacen posible las transacciones (el ruedo y el computador central que coordinan las transacciones), y b) activos intangibles como su reputación y las convenciones y procedimientos que disminuyen los costos de transar activos financieros. En tal sentido, es razonable sostener que la producción de servicios de bolsa tienen un costo marginal cercano a cero y que son independientes del monto y tipo de instrumento transado”.

“Eso implica que sólo son eficientes los derechos de bolsa fijos que dependan ni del número de transacciones ni del monto transado y que sean suficientes para autofinanciar la bolsa, incluido el costo de capital. La preservación de los activos intangibles está basado en las condiciones que debe cumplir un corredor y en las facultades que se otorga a la bolsa en los artículos 44 a 49 de la Ley de Mercado de Valores”.

“En razón de lo anterior, la existencia de derechos de bolsa de tipo proporcional más allá de un monto mínimo, no parece económicamente razonable, ni compatible con un mercado efectivamente competitivo”.

Debemos tener presente que el artículo 23 de la Ley N° 18.045 nos dice en su letra a) que todas las acciones que de conformidad a esta ley deban inscribirse en el Registro de Valores deben también registrarse en una bolsa de valores, la que no podrá rechazar dicha inscripción.

Conforme a lo señalado en la Circular N° 307 de 1983 de la Superintendencia de Valores y Seguros, el plazo para registrar las acciones en la bolsa de valores respectiva es de 30 días, contados desde la fecha del otorgamiento del certificado de inscripción en el Registro de Valores.

Las sociedades anónimas que voluntariamente se sujeten a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas y que para ello se registren en la Superintendencia de Valores y Seguros, no estarán obligadas a inscribir sus acciones en una bolsa de valores mientras no cumplan con los requisitos legales necesarios que hacen obligatoria tal inscripción.

Debemos tener presente, sin embargo, que la letra b) del artículo 23 ya citado, nos señala: “Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro de Valores no podrán ser cotizadas ni transadas diariamente en bolsa. Asimismo, los agentes de valores no podrán participar en la intermediación de estos valores y los corredores de bolsa sólo podrán hacerlo en pública subasta en la forma dispuesta en esta letra.

Dos veces en el mes, en las épocas que determine el reglamento de la bolsa respectiva, se efectuará una rueda especial para la subasta de acciones no inscritas, en la que se anunciará públicamente esta circunstancia.

Los corredores de bolsa respecto de estas acciones estarán obligados a destacar avisos en sus oficinas que indiquen que se trata de valores sin inscripción y que carecen de información obligatoria, sin perjuicio de poder la información fidedigna que de ellos tenga.

Más adelante la letra c) nos dice: “Las acciones inscritas en el Registro de Valores sólo podrán ser intermediadas por los corredores de bolsa. Estas transacciones deberán efectuarse en la rueda de la bolsa de la que ellos sean miembros.

Los bancos y sociedades financieras que de acuerdo con sus facultades reciban órdenes de sus clientes para comprar o vender este tipo de acciones deberán ejecutar dichas órdenes a través de un corredor de bolsa.

Sin perjuicio de lo dispuesto en los incisos anteriores, los corredores de bolsa y los agentes de valores que participen en una oferta pública de acciones de una nueva emisión podrán, por un período de 180 días a contar de la fecha del registro en la Superintendencia de dicha emisión, efectuar fuera de bolsa las transacciones necesarias para llevar adelante la oferta.

La letra d) nos señala: “Otros valores distintos de las acciones que estén inscritos en el registro, podrán ser intermediados por cualquier corredor de bolsa o agente de valores registrado en la Superintendencia, o por los bancos y sociedades financieras, de acuerdo a sus facultades legales. Las transacciones de estos valores podrán efectuarse dentro de las bolsas, por corredores de bolsa, sólo cuando hayan sido aceptados a cotización por la bolsa respectiva.

Los intermediarios que actúan como miembros de una bolsa de valores, se denominan *corredores de bolsa* y los que operan fuera de bolsa, *agentes de valores*.

El art. 24 de la Ley N° 18.045 se refiere precisamente a los intermediarios, señalando que: “Son intermediarios de valores las personas naturales o jurídicas que se dedican a las operaciones de corretaje de valores”.

Ninguna persona puede actuar como corredor de bolsa o agente de valor sin que previamente se haya inscrito en los registros que lleva la Superintendencia.

Con todo, los Bancos y Sociedades Financieras también pueden realizar actividades de intermediación, de acuerdo a las facultades que les confiere la Ley General de Bancos, sin embargo, tratándose de la compra o venta de acciones, éstas deben ser realizadas a través de un corredor de bolsa.

Sobre esta materia la Corte Suprema (C.S., Sent., dic. 12/91, Protección, Rol N° 18.049) señaló: *“Las actividades que constituyen correturía o intermediación de valores se pueden llevar a efecto, de acuerdo a la Ley N° 18.045, de dos modos diversos: a) A través de un sujeto que hace de agente o mediador, vinculado o enlazado a vendedores y compradores; y b) A través de un sujeto que se dedica, en forma habitual o continua, a comprar valores por cuenta propia, pero con el ánimo o intención, anterior, de proceder a enajenar esos mismos valores.*

Si los valores de que se trata son acciones inscritas en el Registro de Valores, ellas sólo podrán ser intermediadas, a cualquiera de estos modos que se acuda, por corredores de bolsa, según categóricamente lo dispone la letra c) del artículo 23 de la Ley N° 18.045”.

Los intermediarios deben tener por objeto exclusivo el corretaje de valores. Sin embargo, pueden además realizar actividades complementarias autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, como la custodia de valores; administración de cartera de terceros; asesoría y comisión específica para la compra y venta de valores en mercados de valores extranjeros; prestación de asesorías o realización de determinados estudios; representación de personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras en algunas materias, entre otras.

Debemos también tener presente, que expresamente la Superintendencia de Valores y Seguros les ha prohibido realizar determinadas transacciones, así ocurrió, por ejemplo, a través del Oficio Circular n° 4456 del año 2000, que prohíbe realizar operaciones bursátiles que provoquen aumentos artificiales en las transacciones sobre un mismo valor y alteraciones en la información periódica sobre presencia, volumen transado y otros índices cuya veracidad es de relevancia para la transparencia e información del mercado, pues se estiman atentatorias a las sanas prácticas bursátiles.

En efecto, generan esta situación aquellas operaciones en que un intermediario de valores, habiendo recibido de una misma persona una orden de compra y otra de venta sobre una misma acción, por igual número de unidades, y con las mismas condiciones de precio y liquidación, ejecuta posteriormente ambas órdenes a través de los sistemas bursátiles, ya sea mediante una operación directa en rueda o remate, o mediante dos o más operaciones en las que participa como contraparte el propio corredor o un tercero.

Para inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agente de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros, se deben cumplir una serie de requisitos, enumerados en los artículos 26 y 27 de la Ley N° 18.045, los que apuntan a la idoneidad en conocimientos específicos en estas materias; contar con oficinas para el desarrollo de la actividad; un patrimonio mínimo de 6.000 unidades de fomento; garantías; no haber sido condenado por delitos establecidos por la ley de mercado de valores, que atenten contra el patrimonio o la fe pública, que tengan asignada pena aflictiva; no haber sido declarado en quiebra, y cualquier otro requisito establecido por la Superintendencia.

Conforme a lo establecido en el art. 28 de la Ley N° 18.045 la Superintendencia deberá pronunciarse sobre las solicitudes de inscripción en el Registro de corredores de Bolsa y Agentes de Valores dentro del plazo de 30 días a contar de la fecha de la solicitud respectiva.

El plazo indicado se suspende si la Superintendencia, mediante comunicación escrita, solicita al peticionario que modifique o complemente su solicitud, o que proporciones mayores informaciones y sólo se reanudará cuando se haya cumplido dicho trámite.

El art. 34 de la Ley N° 18.045 señala que: “Los corredores de bolsa y los agentes de valores serán responsables de la identidad y capacidad legal de las personas que contraten por su intermedio; de la autenticidad e integridad de los valores que negocien, de la inscripción de su último titular en los registros del emisor cuando esto sea necesario y de la autenticidad del último endoso, cuando proceda”.

Por otra parte, tampoco podemos dejar de mencionar que a las bolsas de valores les cabe una labor de fiscalización respecto al correcto funcionamiento de los participantes en ella (ya nos hemos referido al rol autoregulator de estas instituciones), pues bien, ello puede materializarse a través de la suspensión de las transacciones de un valor mobiliario, cuando éste presente “irregularidades”. Tal suspensión puede adoptarse por la propia bolsa por un término de 5 días. En el evento de que se quisiera extender la suspensión por un lapso de tiempo mayor se requerirá autorización previa de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Además, debemos tener en cuenta que toda suspensión de transacción o cancelación de inscripción de un valor por parte de una bolsa de valores, es reclamable por el emisor ante la Superintendencia de Valores y Seguros, dentro de 15 días de notificados de la respectiva resolución. Reclamación que se resolverá previa audiencia de la bolsa respectiva.

- Ahora bien, dentro de las Bolsas de Valores hay una serie de **valores mobiliarios o instrumentos que se transan**, los que sí materializan el juego de la oferta y demanda de capital.

Para una mayor comprensión, debemos distinguir previamente entre:

2. 1. Instrumentos de Renta Fija

Representan obligaciones de mediano y largo plazo emitidos por empresas privadas o públicas con los cuales se financian actividades productivas o proyectos en general. Los instrumentos de renta fija tienen un interés que es explícitamente indicado, fijo para el periodo de duración, sin embargo se han incorporado títulos que tienen un interés que es fijo y explicitado más una cierta tasa que es flotante.

a) Bonos.-

También conocidos como *debentures*, son instrumentos de deuda a largo plazo (vale decir más de un año), emitidos principalmente por sociedades anónimas abiertas (debidamente inscritas en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros), cuya finalidad es financiar proyectos de inversión de gran cuantía o de larga duración.

Sin embargo, también se emiten con el objeto de financiar compromisos de corto plazo del emisor, difiriendo las obligaciones contractuales de la empresa.

Algunas clases de bonos son:

- i) *Bonos Convertibles*, son aquellos bonos respecto de los cuales, su tenedor tiene la opción de transformarlos en capital, convirtiéndolo en acciones de la sociedad emisora de los bonos.
- ii) *Bonos Subordinados*, la característica principal de estos instrumentos es que gozan de cierto grado de jerarquización en el pago respecto de otros, cuando la sociedad que los ha emitido se encuentra en estado de insolvencia.
- iii) *Bonos de Descuento*, son aquellos donde se realizan pagos periódicos de los intereses devengados, amortizándose el total del capital en una sola cuota al vencimiento.
- iv) *Bonos Rescatables*, son aquellos que presentan como característica la facultad del ente emisor de poder retirarlos de circulación en forma anticipada, es decir, en una fecha anterior a la que originalmente se convino en el contrato de emisión debiendo sí, haberse difundido previamente entre el público inversionista, la prerrogativa de retiro anticipado de los bonos por parte de la sociedad emisora.
- v) *Bonos CORA*, son instrumentos de deuda emitidos por la Tesorería General de la República y garantizados por el Estado de Chile cuya finalidad es cancelar la parte a plazo de las indemnizaciones por las expropiaciones de predios agrícolas efectuadas por la ex - corporación de la Reforma Agraria.
- vi) *Bonos Bancarios*, son aquellos emitidos por las empresas bancarias y sociedades financieras con la finalidad de financiar la renegociación de colocaciones (cartera de clientes deudores del banco o sociedad financiera) y también, para permitir el financiamiento normal de las instituciones financieras.

Los bonos deben emitirse a un plazo superior a un año y se reajustan automáticamente según la variación que sufra su unidad de reajuste (U.F. u otra unidad autorizada por el Banco Central). En cuanto a su tasa de interés, ésta es determinada en forma libre por el emisor.

Su amortización se realiza a través del pago de cupones que comprenden capital e intereses, y que por regla general se realizan de forma semestral.

La emisión de bonos puede efectuarse con o sin garantías. Si la garantía se constituye mediante prenda, la entrega de la cosa empeñada se hace al representante de los tenedores de bonos, como lo especifica la ley.

Se transan en el mercado bursátil a un porcentaje de su valor par, obteniéndose así una liquidez inmediata.

A partir del art. 103 de la Ley N° 18.045 comienza la regulación de esta clase de instrumentos, ahí se nos dice que la oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo sea superior a un año, sólo podrá efectuarse mediante bonos y con sujeción a las disposiciones generales establecidas en aquella ley en leyes especiales.

Sin embargo, los bancos y las sociedades financieras que operen en el país no quedarán sujetos a esta limitación y, si estuvieran autorizados para emitir bonos en conformidad a las normas que los rijan, los requisitos deberán cumplirse ante la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Luego, el art. 104 de la Ley 18.045 nos dice que al requerirse la inscripción de una emisión de bonos, el emisor deberá acompañar a la Superintendencia ejemplares de la escritura pública que hubiere otorgado con el representante de los futuros tenedores de bonos, el que será designado por el emisor en el mismo instrumento, sin perjuicio de que pueda ser sustituido en cualquier tiempo por la junta general de tenedores de bonos. La escritura contendrá todas las características y modalidades de la emisión, la designación de un administrador extraordinario de los fondos a recaudarse y de un encargado de custodia, en su caso, y la determinación de los derechos y obligaciones del emisor, del administrador extraordinario, del encargado de custodia, de los tenedores de bonos y de su representante.

b) Letras de Crédito

SALGADO les define como instrumentos emitidos y transados en el mercado por una institución financiera, la que se obliga para con el inversionista a pagar el servicio de la deuda, resguardando la integridad de su patrimonio con la primera hipoteca del bien adquirido por el beneficiario.

Se caracterizan por:

- g) Son emitidos por los bancos comerciales, los que actúan como intermediarios entre el inversionista (que adquiere las letras en aras de su rentabilidad), y el adquirente de una vivienda.
- h) La tasa de interés de cada emisión es determinada en forma libre por el emisor del instrumento y se reajustan según la variación experimentada por su unidad de reajuste.
- i) Su plazo de emisión no podrá ser inferior a un año.

- j) En cuanto a su ley de circulación, estas letras de crédito pueden ser nominativas o al portador.
- k) Estos instrumentos presentan un alto índice de seguridad

c) Pagarés Reajustables de la Tesorería General de la República

Instrumentos de deuda emitidos por la Tesorería, cuyo monto de emisión es determinado por el Ministerio de Hacienda, siendo su finalidad la de financiar proyectos de inversión del Estado de Chile.

Se expresan en unidades de fomento y pueden ser al portador o a la orden.

d) Pagarés de Empresas

ORTEGA señala que son instrumentos de deuda, emitidos por empresas, cuya finalidad es captar recursos de corto plazo (superior a 30 días e inferior a 360 días) con el objeto de financiar la obtención inmediata de capital de trabajo del emisor difiriendo de esta manera sus obligaciones contractuales.

La importancia que revisten como instrumentos del mercado de capitales, es que a través de ellos la empresa emisora puede obtener los recursos financieros necesarios para desarrollar sus actividades sin tener que recurrir al crédito bancario.

Su colocación en el mercado es ágil y su intermediación se realiza generalmente por bancos e instituciones financieras organizadas como corredores o agentes de valores.

e) Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile

Instrumentos de deuda, emitidos y garantizados por el Banco Central de Chile, cuya finalidad es servir de mecanismo de regulación monetaria a través de operaciones de mercado abierto.

Son título al portador por lo que su transferencia se realiza mediante la tradición de los mismos.

Pueden adquirir estos instrumentos las empresas bancarias, las sociedades financieras, las Administradoras de Fondos de Pensiones y las Compañías de Seguros. Las empresas bancarias y sociedades financieras pueden realizar por cuenta propia o de terceros, distintos del Banco Central, el mercado secundario de estos pagarés.

Son reajustables de acuerdo a la variación de la unidad de fomento. Además, devengan intereses a una tasa fija anual vencida determinada por el Banco Central de Chile.

El plazo de vencimiento de estos títulos es de hasta 20 años. Hoy en día se emiten a 8, 10, 12, 14 y 20 años.

El Banco Central paga estos títulos en cupones de vencimientos semestrales iguales y sucesivos que contienen capital e intereses, insertos en el mismo documento, salvo el último cupón que puede ser diferente.

Un aspecto muy positivo de estos instrumentos es que poseen liquidez inmediata, en caso de liquidarse en el mercado bursátil. Por otra parte, gozan de gran credibilidad, ya que cuentan con la garantía del propio Banco Central de Chile.

2.2. Instrumentos de Renta Variable

Son aquellos que proporcionan una rentabilidad, que por una parte depende de los resultados netos de la empresa emisora (dividendos) y por otra de los sobrepuestos en el mercado que se obtenga al enajenar la acción.

a) Acciones

Parte alícuota del capital de una sociedad anónima, representada por títulos o valores que legitiman a su poseedor como accionista, adquiriendo ciertos derechos y obligaciones.

Es un instrumento representativo de una parte de la propiedad de una sociedad anónima (o encomandita por acciones). De esta forma, al adquirir una acción se participa de los beneficios y pérdidas que puede generar el negocio de esa sociedad anónima (o encomandita por acciones).

Las *acciones* pueden ser *ordinarias* o *preferidas*. Las primeras dan a su dueño o tenedor una serie de derechos. Las *acciones preferidas* otorgan privilegios o preferencias respecto de dividendos, elección de directores u otras, sin embargo, deben ser de plazo definido y constar en los estatutos sociales y en los títulos respectivos.

La legislación vigente consagra el derecho preferente de suscripción de acciones, es decir, obliga a los emisores a ofrecer preferentemente las nuevas acciones que emitan a sus actuales accionistas, en proporción de las acciones que posean.

Se caracterizan por:

- i) Institución Emisora: sociedades anónimas abiertas y en comanditas por acciones.
- ii) Motivo de Emisión: son una alternativa de financiamiento a plazo indefinido
- iii) Monto de Emisión: no existe límites, determinándolos el emisor.
- iv) Procedimientos de Emisión: para realizar oferta pública de sus acciones, las sociedades y sus valores deberán estar inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- v) Cortes: el capital de la S.A. está dividido en acciones de igual valor. Si hay distintas series, las que integran una misma serie deberán tener igual valor.

- vi) Transferencia: son nominativas y se transfieren por medio de un contrato de cesión, el cual debe inscribirse en el registro de accionistas de la sociedad emisora.
- vii) Garantía: no tienen.
- viii) Embargabilidad: son embargables
- ix) Reajustabilidad: no son reajustables sino que su valor depende de la cotización que obtenga en la bolsa de valores. Por lo mismo, tampoco devengan intereses ya que la rentabilidad es variable y depende de las *utilidades (dividendos)* que distribuya la empresa emisora, de las *ganancias de capital* que generan las diferencias de precio entre el momento de la compra y de la venta de acciones, y de las *acciones liberadas de pago* que ellas reciban.
- x) Plazo de duración: Son de plazo indefinido.
- xi) Cotización bursátil: se transan en la bolsa de valores a los precios que ellas determinen.
- xii) Liquidez: se pueden vender en la bolsa de valores en cualquier época, en la medida de que exista un comprador. Mientras más fácil sea encontrar un comprador, la acción tiene más liquidez.

Derechos del accionista

- i) *Obtención de dividendos*, provenientes del reparto de una parte o del total de las utilidades generadas por la sociedad. En sociedades anónimas abiertas, éste no puede ser inferior al 30% de las utilidades generadas en un ejercicio. No obstante, su reparto requiere la aprobación de la junta de accionistas.
- ii) Posibilidad de *obtener acciones liberadas de pago*, consistente en una forma de repartir dividendos con cargo a las utilidades.
- iii) *Participación en juntas de accionistas*, donde se ejerce el derecho a voto y se adoptan las grandes decisiones que afectarán la marcha de la sociedad.
- iv) *Derecho a ser informado suficiente, veraz y oportunamente de las circunstancias esenciales de la sociedad.*
- v) *Derecho a ser informado continua y oportunamente de la situación financiera* de la empresa.
- vi) *Derecho preferente a suscribir nuevas acciones* en los aumentos de capital, con el objeto de mantener su participación relativa en la sociedad.
- vii) *Derecho a retiro*, en caso que el accionista se oponga a acuerdos que dan origen a la transformación o fusión de la sociedad, la enajenación de activos y pasivos, y la creación o cambios en las preferencias de una serie de acciones, entre otros.

En este punto, nos parece interesante recalcar la *función que cumplen las sociedades anónimas* en el mercado de valores, éstas pueden emitir títulos de renta variable y títulos de renta fija. La oferta pública de títulos de renta fija cuyo plazo sea superior a un año, se efectúa mediante la emisión de "bonos", y los de menos de un año plazo, mediante pagarés u otros títulos de crédito.

Las sociedades y fondos institucionales que deseen emitir y hacer oferta pública de sus valores, deben previamente inscribirse e inscribir sus títulos en un

registro especial que para esos efectos lleva la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Las emisiones de estas sociedades se rigen por las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores (L. 18.045), de Sociedades Anónimas (L. 18.046), y por la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Sobre las acciones como mecanismo para acceder a financiamiento, resulta interesante tener presente la Circular N° 889 de 1989 de la Superintendencia de Valores y Seguros que señala: Toda sociedad anónima que desee llevar a cabo una emisión de acciones de pago, deberá publicar por una sola vez en al menos dos diarios de amplia circulación nacional, un aviso dirigido al público inversionista, informando sobre las principales características de la emisión y de la sociedad emisora.

Se excluyen de esta obligación las emisiones de acciones de pago destinadas exclusivamente a ser suscritas por los accionistas o a pagarse mediante capitalización de créditos.

Una copia de las publicaciones efectuadas deberá remitirse a la Superintendencia de Valores y Seguros a más tardar al día siguiente hábil de realizadas las publicaciones.

El accionista tendrá derecho a que se le otorgue la información sobre la marcha de la sociedad. El art. 46 de la ley N° 18.046 señala que el directorio deberá proporcionar a los accionistas y al público, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley, y en su caso, la Superintendencia determinen respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad.

Si la infracción a esta obligación causa perjuicio a la sociedad, a los accionistas o a terceros, los directores infractores serán solidariamente responsables de los perjuicios causados. Lo anterior no obsta a las sanciones administrativas que puedan aplicar, en su caso, la Superintendencia y a las demás penas que establezca la ley.

Sobre este punto un fallo confirmado por la Corte Suprema sentenció: *“Que de conformidad a lo previsto en los artículos 9° y 10 de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores, los directores XX estaban obligados a ‘divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta’. El organismo fiscalizador, en consecuencia, pudo, en el ejercicio de sus funciones, instar a los demandantes a adoptar un pronunciamiento a este respecto, tanto más si se tiene en consideración que ello está dirigido al mercado y público en general, a fin de que quienes participen en él puedan adoptar sus decisiones contando con la información necesaria. Si los actores estiman, en su oportunidad, que la decisión que impetraba la autoridad no era procedente y que ello invadía facultades propias, debieron ejercer el derecho que en su favor consagra el art. 46 del DL 3538, orgánico de la SVS, que instituye un procedimiento especial de reclamación contra toda norma general, instrucción, comunicación o una omisión de la Superintendencia si ella es ilegal o causa al destinatario un perjuicio. Consta de los autos que los demandantes no ejercieron*

este derecho, dejando firme la Resolución N° 305 que dio lugar posteriormente a la aplicación de la multa.

Que, lo manifestado queda plenamente confirmado con lo prescrito en el art. 46 de la Ley 18.046, aplicable en la especie, conforme al cual el directorio de una sociedad anónima ‘debe proporcionar a los accionistas y al público, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley y; en su caso, la Superintendencia determinen respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad’. Por lo tanto, la autoridad fiscalizadora, ejerció una función propia, al requerir un pronunciamiento preciso sobre la esencialidad de un acto, tanto más si éste, como se reconoce por los litigantes, revestía especial importancia para la marcha futura de la empresa.

Que, los demandantes alegan en su defensa, para excusar el procedimiento requerido, que ello ya ha sido adoptado, al facultarse al gerente general (...), para comunicar dicho hecho esencial. Cabe señalar, sobre el particular, que efectivamente el mencionado gerente general fue facultado por el directorio de XX, en sesión celebrada el 20 de julio de 1997, para ese fin, y que éste cumplió su cometido mediante una comunicación dirigida a la Superintendencia demandada, el día 1 de agosto de 1997, en que da cuenta de la celebración de un contrato sobre alianza estratégica. Pero lo anterior, a juicio de este tribunal, no excluye la facultad del fiscalizador para requerir una decisión formal y específica en consideración a la trascendencia del acto y las dificultades que generó posteriormente.

Que, de lo razonado en lo que antecede, se deduce que la autoridad estaba facultada para exigir el pronunciamiento a que se refiere su Resolución N° 305, aun en el evento de que dicho acuerdo haya podido considerarse adoptado con antelación como lo afirma el testigo (...) a fs. 87, ya que según consta del acta del directorio de 30 de julio de 1997, a esa fecha el acuerdo de alianza estratégica no estaba suscrito y el directorio conocería su texto, como se encargan de sostenerlo, repetidamente los actores. No resulta aceptable que haya habido un pronunciamiento serio sobre la esencialidad de las cláusulas de un contrato, antes de que éste haya sido celebrado y conocido por quienes están llamados a adoptar dicho pronunciamiento. Como parece evidente, una cosa es la esencialidad de un contrato que se proyecta suscribir-cosa que hizo el directorio de XX al autorizar a su gerente general a suscribirlo-, y otra muy diferente la de pronunciarse sobre la esencialidad una vez suscrito, cuál era el requerimiento de la autoridad a los reclamantes”. (CS 12 de julio de 2001, causa rol N° 2921-98)

3. Instituciones de Ahorro e Inversión.

Principalmente son los inversionistas institucionales que en virtud de lo dispuesto por el artículo 4 bis letra e) de la Ley 18.045 son “los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizadas por la ley. También gozan de este carácter las entidades que señale la Superintendencia de Valores y Seguros, mediante una normativa de carácter general, siempre que cumplan las siguientes condiciones copulativas:

- i) que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o activos financieros, con fondos de terceros, y
- ii) que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado”.

a) Administradoras de Fondos de Pensiones

El DL 3500 de 1980 creó un nuevo sistema de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia³, caracterizado por el hecho de que las pensiones que obtenga cada cotizante provendrá de los recursos que ellos mismos -como afiliados al sistema- han capitalizado, de manera individual, en la administradora de pensiones que han escogido de manera voluntaria.

Para determinar las pensiones respectivas se tomará en consideración tanto de los recursos provenientes de la capitalización individual de cada afiliado, las cuentas de ahorro voluntario de estos aportes, los bonos de reconocimiento y sus complementos que se hubieran hecho efectivos, sus inversiones y las rentabilidades de éstas, deducidas las comisiones. Suma que es administrada por una sociedad anónima especial, que por tal actividad cobrará una comisión, que será deducida de las respectivas cuentas de capitalización individual o de los retiros, según corresponda.

Estas comisiones estarán destinadas al financiamiento de la Administradora, incluyendo la administración de cada uno de los Fondos de Pensiones, de las cuentas de capitalización individual de los sistemas de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia y del sistema de beneficios garantizados por el Estado, entre otros elementos (Art. 28 DL 3500).

Tales sociedades anónimas tienen como objeto exclusivo la administración de dichos fondos y el otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece el DL 3500, que regula esta materia.

La sociedad anónima (Administradora de Fondo de Pensiones) tiene un patrimonio que es independiente y distinto del Fondo que administra, que debe corresponder a un monto al menos igual al capital mínimo exigido (5.000 UF), el que debe aumentar en relación al número de afiliados que se encuentren incorporados a ella. (Art. 24 DL 3500).

El artículo 45 del DL 3500⁴ es fundamental para comprender el rol de las Administradoras de Fondos de Pensiones como inversionista institucional, ya que

³ DL 3500, **Artículo 1º**.- Crease un Sistema de Pensiones de Vejez, de Invalidez y Sobrevivencia derivado de la capitalización individual que se regirá por las normas de la presente ley.

La capitalización se efectuará en organismos denominados Administradoras de Fondos de Pensiones.

El Estado garantiza pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia a todos los afiliados al Sistema que cumplan los requisitos establecidos en este cuerpo legal.

⁴ DL 3500, **Artículo 45**.- Las inversiones que se efectúen con recursos de un Fondo de Pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales

inversiones se considerará contrario a los intereses de los afiliados y constituirá un incumplimiento grave de las obligaciones de las Administradoras.

Los recursos del Fondo de Pensiones, sin perjuicio de los depósitos en cuenta corriente a que se refiere el artículo 46, deberán ser invertidos en:

- a) Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile; letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización; Bonos de Reconocimiento emitidos por el Instituto de Normalización Previsional u otras Instituciones de Previsión, y otros títulos emitidos o garantizados por el Estado de Chile;
- b) Depósitos a plazo; bonos, y otros títulos representativos de captaciones, emitidos por instituciones financieras;
- c) Títulos garantizados por instituciones financieras;
- d) Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;
- e) Bonos de empresas públicas y privadas;
- f) Bonos de empresas públicas y privadas canjeables por acciones, a que se refiere el artículo 121 de la Ley N° 18.045;
- g) Acciones de sociedades anónimas abiertas;
- h) Cuotas de fondos de inversión a que se refiere la ley N° 18.815 y cuotas de fondos mutuos regidos por el decreto ley N° 1.328, de 1976;
- i) Efectos de comercio emitidos por empresas públicas y privadas;
- j) Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias extranjeras o internacionales; acciones y bonos emitidos por empresas extranjeras, y cuotas de participación emitidas por Fondos Mutuos y Fondos de Inversión extranjeros, que se transen habitualmente en los mercados internacionales y que cumplan a lo menos con las características que señale el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones a que se refiere el inciso vigésimo cuarto. A su vez, para los efectos de la inversión extranjera las Administradoras, con los recursos de los Fondos de Pensión podrán invertir en títulos representativos de índices de instrumentos financieros, depósitos de corto plazo y en valores extranjeros del título XXIV de la ley N° 18.045 que se transen en un mercado secundario formal nacional; y celebrar contratos de préstamos de activos; todo lo cual se efectuará en conformidad a las condiciones que señale el citado Régimen. Asimismo, para los efectos antes señalados, podrán invertir en otros valores e instrumentos financieros, realizar operaciones y celebrar contratos de carácter financiero, que autorice la Superintendencia, previo informe del Banco Central de Chile, y bajo las condiciones que establezca el Régimen de Inversión;
- k) Otros instrumentos de oferta pública, cuyos emisores sean fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros o la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, que autorice la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile,
- l) Operaciones con instrumentos derivados que cumplan con las características señaladas en el inciso duodécimo de este artículo y el Régimen de Inversión;
- m) Operaciones o contratos que tengan como objeto el préstamo o mutuo de instrumentos financieros de emisores nacionales, pertenecientes al Fondo de Pensiones, y que cumplan con las características señaladas mediante norma de carácter general, que dictará la Superintendencia.

Para efectos de lo dispuesto en este artículo, se entenderá por instrumento garantizado, aquel en que el garante deba responder, al menos en forma subsidiaria, a la respectiva obligación en los mismos términos que el principal obligado.

Los recursos de los Fondos de pensiones Tipo A, B, C, D y E podrán invertirse en los instrumentos, efectuar las operaciones y celebrar los contratos señalados en las letras a) a la m) del inciso segundo de este artículo.

Los Fondos de Pensiones podrán adquirir títulos de las letras b), c), d), e), f), i) y de la letra j) cuando se trate de instrumentos de deuda, cuando cuenten con al menos dos clasificaciones de riesgo iguales o superiores a BBB y nivel N-3, a que se refiere el artículo 105, elaboradas por diferentes clasificadoras privadas, y acciones de la letra g) que cumplan con los requisitos a que se refiere el inciso siguiente. Asimismo, podrán adquirir cuotas emitidas por fondos de inversión y cuotas emitidas por fondos mutuos a que se refiere la letra h) y los títulos representativos de capital de la letra j) que estén aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo, e instrumentos de la letra k), autorizados por la Superintendencia y en caso que ésta lo requiera por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Las acciones a que se refiere la letra g) podrán ser adquiridas por los Fondos de Pensiones cuando el emisor cumpla con los requisitos mínimos que serán determinados en el Régimen de Inversión. Aquellas acciones que no cumplan con los requisitos anteriores podrán ser adquiridas por los Fondos de Pensiones cuando éstas sean clasificadas en primera clase por al menos dos entidades clasificadoras de riesgo a las que se refiere la ley N° 18.045.

El Régimen de Inversión regulará la especificación conceptual metodológica de cálculo y el valor límite de los requisitos mínimos a que se refiere el inciso anterior. La Superintendencia de Valores y Seguros y la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, efectuarán el cálculo de los valores que se establezcan en el Régimen y confeccionarán una nómina de emisores que no cumplan los requisitos antes señalados y será remitida a la Superintendencia a más tardar los días diez de los meses de abril, junio, octubre y diciembre de cada año, pudiendo sin embargo ser modificada o complementada en cualquier fecha.

Cuando se trate de instrumentos de deuda de las letras b), c), d), e), f), i) y k), las clasificaciones de riesgo a que refiere el inciso quinto deberán ser elaboradas en conformidad a lo señalado en la ley N° 18.045. A su vez, cuando estos

en él se establece que las inversiones que se realicen con los recursos de los fondos de pensiones deben tener como único objetivo la obtención de adecuada rentabilidad y seguridad, considerándose todo otro objetivo contrario al sistema, además de señalar los instrumentos en los cuales estas entidades pueden invertir las cotizaciones previsionales de los trabajadores.

El que existan distintas alternativas de inversión en las cuales puede invertir la Administradora de Fondo de Pensiones es requisito indispensable para el normal desarrollo del sistema, sistema que dada la magnitud de niveles de recursos que ha alcanzado, requiere contar con una amplia variedad de instrumentos.

En la práctica, se ha considerado que obtener una adecuada rentabilidad es aquella que maximiza el resultado acumulado por el afiliado durante el período que permanece en esa AFP en particular (lo anterior debido a la libertad de permanencia en una AFP determinada por el período que estime el afiliado, respetando las limitaciones legales).

instrumentos se transen en mercados internacionales, las referidas clasificaciones también podrán ser efectuadas por las entidades clasificadoras indicadas en el inciso siguiente.

Las clasificaciones de riesgo de los instrumentos de deuda de la letra j) deberán ser efectuadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas, siempre que el Banco Central de Chile las considere para efectos de la inversión de sus propios recursos. En todo caso, cuando los instrumentos de la renta antes señalada se transen en un mercado secundario formal nacional, la referida clasificación también podrá ser efectuada por las entidades clasificadoras a que se refiere la ley N° 18.045.

Para efectos de la inversión de los Fondos de Pensiones en los instrumentos de deuda señalados en las letras b), c), d), e), f), i), j) y k) y las acciones de la letra g), se deberá considerar la categoría o clasificación de mayor riesgo de entre las que hubieren otorgado los clasificadores privados.

Las clasificadoras a que se refiere la ley N° 18.045 presentarán a la Superintendencia dentro de los cinco primeros días de cada mes, una lista de clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda y de las acciones que les hayan sido encomendadas, con los respectivos informes públicos de acuerdo a lo que determine la Superintendencia de Valores y Seguros. Adicionalmente a la lista de clasificación de riesgo, se acompañarán los informes de actualización periódica que deban presentar a la referida Superintendencia y a los Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda.

Las operaciones con instrumentos derivados a que se refiere la letra l), podrán tener como objeto la cobertura del riesgo financiero que pueda afectar a los Fondos de Pensiones u otros fines distintos. El Régimen de Inversión señalará los tipos de operaciones con instrumentos derivados y los activos objeto involucrados en ellas, que estarán autorizados para los recursos de los Fondos de pensiones. Asimismo, dicho Régimen podrá condicionar la autorización de operaciones con instrumentos derivados a la adopción de políticas, procedimientos, controles y otras restricciones que provean los resguardos suficientes para su uso.

Las instituciones financieras a que se refieren las letras b), c) y d) deberán estar constituidas legalmente en Chile o autorizadas para funcionar en el país; las empresas referidas en las letras e), f), g) e i), como también los Fondos de Inversión y Fondos Mutuos referidos en la letra h) deberán estar constituidos legalmente en Chile.

Los instrumentos de las letras b) y c) que sean seriados y los señalados en las letras e), f), g), h), i), j) cuando corresponda y k) deberán estar inscritos, de acuerdo con la Ley N° 18.045, en el Registro que para ese efecto lleven la Superintendencia de Valores y Seguros o la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda.

Los Fondos de pensiones podrán adquirir los títulos de las letras b), c), d) e), f), g), h), i), j) que cumplan con lo establecido en el Régimen de Inversión, aunque no cumplan con los requisitos establecidos en el inciso quinto y sexto, siempre que la inversión se ajuste a los límites especiales que fije el citado Régimen para estos efectos.

En caso que un afiliado se pensione anticipadamente optando por la modalidad de pensión de retiro programado o renta temporal con renta vitalicia diferida, la Administradora no podrá adquirir con los recursos de los Fondos de Pensiones que administra el Bono de Reconocimiento que pertenezca a ese afiliado. Tampoco podrá en tales casos, adquirir Bonos de Reconocimiento que pertenezcan a afiliados a una Administradora que sea persona relacionada a la Administradora adquirente. Si el afiliado opta por la modalidad de pensión de renta vitalicia o renta temporal con renta vitalicia diferida, la Administradora no podrá adquirir Bonos de Reconocimiento de afiliados que hayan contratado dichas modalidades de pensión con una Compañía de Seguros de vida que sea persona relacionada a la Administradora adquirente.

Sistema de Multifondos.- La Ley 19.795 de 2002 introdujo importantes modificaciones al sistema de pensiones chileno, ya que estableció una variedad de fondos en los cuales los afiliados podían colocar sus cotizaciones individuales, en atención a los tipos de instrumentos (renta fija/ renta variable) en que fueran invertidos.

La citada ley amplió el número de fondos, sobre la base de necesidades específicas y preferencias, introduciendo mayor flexibilidad al sistema, permitiendo que se consideren variables como la edad del afiliado y los años que le reste para jubilar.

Cada afiliado puede elegir entre 5 fondos, con excepción de los pensionados y los afiliados hombres mayores de 55 años y las mujeres mayores de 50 años, que sólo pueden optar entre los cuatro de menos riesgo. Los pensionados pueden elegir entre los tres menos riesgosos. Los afiliados que no seleccionaron un determinado fondo de pensiones, son asignados de acuerdo a su edad. Así a los más jóvenes son asignados a aquellos fondos que tienen mayores inversiones en instrumentos de renta variable, y las personas mayores son asignadas a aquellos fondos que tienen mayores inversiones en renta fija. (Art. 23 DL 3500).

También cabe la posibilidad que el afiliado al sistema distribuya sus cotizaciones en dos fondos.

Los distintos tipos de Fondos de Pensiones se diferencian por la proporción de sus recursos invertidos en títulos financieros de renta variable. Los títulos de renta variable se caracterizan por tener un mayor riesgo y una mayor rentabilidad esperada.

El Fondo Tipo A tendrá una mayor proporción de sus inversiones en renta variable, la que va disminuyendo progresivamente en los Fondos B, C y D. Por su parte, el Fondo Tipo E sólo podrá invertir un 5% de los recursos en instrumentos de renta fija, que tienen un menor riesgo relativo y una menor rentabilidad esperada.

De este modo, en el Fondo Tipo A, entre un 40% y un 80% de los fondos deben ser invertidos en instrumentos de renta variable; en el Fondo Tipo B entre un 25% y un 60%; en el Fondo Tipo C entre un 15% y un 40%; en el Fondo Tipo C entre un 5% y un 20%; y en el Fondo Tipo E sólo puede invertir hasta un 5% en instrumentos de esta clase.

Se estima que el sistema de multifondos incrementa la eficiencia en el proceso de captación e inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y al establecer que las Administradoras no están obligadas a implementar el fondo de mayor riesgo, hace más viable la entrada de nuevos competidores en la industria. Adicionalmente, permitirá financiar proyectos de mayor riesgo, que potencialmente otorguen mayor rentabilidad, y que sin estas modificaciones no tenían acceso a recursos.

En lo que atañe a inversión en el exterior la SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES nos dice. “Los Fondos de Pensiones presentan elevadas tasas de crecimiento en sus recursos acumulados, lo que determina la necesidad de crear en forma permanente nuevas alternativas de inversión para estos Fondos, tanto en lo que se refiere a títulos nacionales como extranjeros.

Las mayores alternativas de inversión permiten satisfacer la creciente demanda de activos financieros, así como las necesidades de diversificación de riesgo de estos inversionistas institucionales.

El límite máximo de inversión en el exterior se ha incrementado desde 1990, fecha en que se permitió la inversión en el extranjero. Actualmente, los Fondos de Pensiones pueden invertir sus recursos en instrumentos extranjeros bajo las siguientes normas:

a. *Instrumentos Elegibles*: La normativa vigente autoriza a los Fondos de Pensiones a invertir en títulos de crédito, valores o efectos de comercio emitidos por Estados, Bancos Centrales extranjeros o entidades bancarias extranjeras o internacionales, bonos emitidos por empresas extranjeras, acciones de empresas y entidades bancarias extranjeras, cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión extranjeros, certificados negociables representativos de capital o deuda de emisores extranjeros (ADR), títulos representativos de índices accionarios y depósitos de corto plazo; títulos de crédito emitidos por municipalidades, estados regionales o gobiernos locales; bonos convertibles en acciones emitidos por empresas extranjeras; efectos de comercio emitidos por empresas extranjeras y notas estructuradas emitidas por entidades extranjeras. Asimismo, se autoriza a los Fondos a realizar operaciones de cobertura de riesgos financieros, referidas a riesgo de fluctuaciones entre monedas extranjeras o riesgo de tasas de interés en una misma moneda extranjera, y celebrar contratos de préstamos de activos.

b. *Límites Máximos de Inversión*: El límite actualmente vigente para la inversión de los Fondos de Pensiones en instrumentos extranjeros asciende al 30% del valor de la suma de todos los Fondos de una misma Administradora. Cabe señalar, que dicho porcentaje corresponde al valor máximo que puede ser fijado por el Banco Central de Chile dentro del rango que se establece en la Ley, la cual estipula un valor mínimo de 20% y un máximo de 30%.

Cabe señalar que la inversión indirecta en títulos de emisores extranjeros realizada a través de cuotas de fondos mutuos o de inversión nacionales se incluye en el límite global para instrumentos extranjeros, cuando estos fondos tengan más del 50% de sus activos invertidos en el exterior.

c. *Mercado Secundario Formal*: Todas las transacciones de títulos extranjeros que se efectúen con recursos de los Fondos de Pensiones deben realizarse en un mercado secundario formal autorizado por el Banco Central de Chile. Sin embargo, tratándose de instrumentos únicos emitidos por instituciones financieras, que no se hubieren transado anteriormente, podrán ser adquiridos directamente en la entidad emisora. Asimismo, respecto de las inversiones en cuotas de fondos mutuos extranjeros, éstas podrán ser compradas y vendidas

directamente al emisor. También se exceptúan de la norma de mercado secundario, las operaciones o contratos que tengan como objeto el préstamo o mutuo de instrumentos financieros.

d. *Modalidades de Inversión:* Las inversiones que efectúen las Administradoras en el exterior pueden ser realizadas mediante la compra o venta directa a los agentes intermediarios o a través de éstos en Bolsas de Valores, a entidades contrapartes o a otras entidades que puedan operar dentro del mercado secundario formal, según los requisitos que establece el Banco Central de Chile; o bien, a través de un mandatario extranjero que debe cumplir con los requisitos establecidos en el Reglamento de Inversión de los Fondos de Pensiones en el Extranjero.

Además, el art. 47 del DL 3500 establece límites en las inversiones que efectúen las administradoras de fondos de pensiones, en atención a los emisores de los instrumentos respectivos, con la finalidad de diversificar los riesgos. Así por ejemplo, la citada norma nos dice que:

- l) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, en títulos de deuda emitidos o garantizados por empresas cuyo giro sea realizar operaciones de leasing, no podrán exceder el 70% del patrimonio de la empresa.
- m) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en efectos de comercio, no podrá exceder del 35% de la serie.
- n) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en bonos de una misma serie, no podrá exceder del 35% de ésta.
- o) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en acciones de una sociedad no podrá exceder del 7% del total de las acciones suscritas de dicha sociedad. Cuando se suscriban acciones de una nueva emisión, el monto máximo a suscribir no podrá exceder el 20% de la emisión.
- p) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en acciones de una sociedad bancaria o financiera no podrá exceder el 2,5% del total de las acciones suscritas de dicha sociedad.
- q) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en cuotas de un fondo de inversión autorizado no podrá exceder del 35% de la suma de las cuotas suscritas.
- r) La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, en bonos y efectos de comercio, emitidos o garantizados por una misma sociedad, no podrá exceder el 12% del activo de la sociedad emisora, entre otros.

Sin perjuicio de lo anterior, el Régimen de Inversión podrá establecer límites máximos de inversión por emisor en función del valor del Tipo de Fondo de Pensiones o de la suma de los Fondos de una misma Administradora. Dichos límites máximos podrán estar diferenciados, de acuerdo a parámetros tales como la clasificación de riesgo del instrumento, la concentración de la propiedad

accionaria, la liquidez bursátil, la diversificación de la cartera de inversión del título, los años de operación del emisor, los montos del instrumento objeto de cobertura y el cumplimiento o incumplimiento de determinados requisitos establecidos en el art. 45 del DL 3500.

El citado régimen regulará además, la inversión indirecta que los Fondos de Pensiones efectúen a través de emisores de los instrumentos señalados en el inciso segundo del artículo 45 del DL 3500.

El Régimen de Inversión no podrá establecer límites mínimos para la inversión por emisor.

Cabe mencionar que el sistema de pensiones instaurado en Chile en 1980 dio pie a una reforma en todo el continente, la que comenzó a materializarse en la década del noventa. Así, se adoptó un sistema similar en Perú en 1993; en Colombia y Argentina en 1994; en Uruguay en 1995; en México y Bolivia en 1997; en El Salvador en 1998 y; en Nicaragua y Costa Rica en 2001. Todo ello, ha conducido a su análisis económico por organismos internacionales, así por ejemplo, el Banco Mundial ha sostenido que la reforma de pensiones promoverá el ahorro nacional, lo cual a su vez impulsará el crecimiento económico, promoverá el empleo, y eventualmente permitirá pagar mejores pensiones.

b) Administradoras de Fondos Mutuos

Un fondo mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, denominadas partícipes, para su inversión en valores de oferta pública tales como acciones, cuotas de fondo de inversión, bonos, pagarés, letras hipotecarias, etc. Este patrimonio es administrado por una sociedad anónima, por cuenta y riesgo de los partícipes, quienes tienen el derecho a rescatar parcial o totalmente sus aportes en cualquier momento⁵, sujeto a las condiciones pactadas.

De lo antes dicho, se desprende que en cada Fondo Mutuo hay dos entidades: *el fondo propiamente tal*, que es la reunión de los recursos captados⁶, que se invierten en valores autorizados por la Superintendencia de Valores y Seguros, y la *sociedad administradora del fondo*.

Esta materia queda regida por las disposiciones del DL 1328 de 1976, que fija normas para la administración de los fondos mutuos, el Decreto Supremo 249 de 1982 del Ministerio de Hacienda, y los reglamentos internos de cada fondo.

Ahora bien, dentro del sistema chileno, existen ocho tipos de fondos mutuos en los que se puede invertir, estos son:

⁵ DL 1328, **Artículo 16°**- Los partícipes podrán en cualquier tiempo, rescatar total o parcialmente sus cuotas del Fondo.

Los valores de rescate, calculados en la forma que establezca el Reglamento, se pagarán en dinero efectivo dentro de los diez días siguientes, a menos que por las causas que aquél establezca, la Superintendencia autorice a la sociedad administradora para hacerlo en valores del Fondo.

⁶ DL 1328, **Artículo 2°**- Los aportes de los partícipes se harán en dinero efectivo y quedarán expresados en cuotas del Fondo, todas de igual valor y características. Las cuotas se representarán por certificados nominativos y se considerarán valores de fácil liquidación para todos los efectos legales.

- s) Fondo Tipo 1: Fondo Mutuo de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo (igual o menor a 90 días).
- t) Fondo Tipo 2: Fondo Mutuo de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo (igual o menor a 365 días)
- u) Fondo Tipo 3: Fondo Mutuo de Inversión en Instrumentos de Deuda de Mediano y Largo Plazo.
- v) Fondo Tipo 4: Fondo Mutuo Mixto.
- w) Fondo Tipo 5: Fondo Mutuo de Inversión en Instrumentos de Capitalización.
- x) Fondo Tipo 6: Fondo Mutuo de Libre Inversión
- y) Fondo Tipo 7: Fondo Mutuo Estructurado.
- z) Fondo Tipo 8: Fondo Mutuo dirigido a Inversionistas Calificados

i) El *Fondo* es la acumulación de recursos que se divide en cuotas o partes, cuyo valor diario fluctúa según la variación de los instrumentos de su cartera. El ahorrante, en consecuencia, es dueño de partes o cuotas de este fondo formado por muchos instrumentos⁷, según la definición de los objetivos del fondo y de lo pactado. El fondo no tiene personalidad jurídica y es variable o abierto, en cuanto a los recursos y a los ahorrantes, quienes en cualquier momento pueden retirar su inversión a través del rescate de sus cuotas al precio que tengan en ese momento.

Con todo, debemos mencionar que la inversión en cualquier tipo de fondo mutuo no garantiza una rentabilidad determinada, incluidos aquellos que invierten en instrumentos de renta fija, pudiendo obtener ganancias o pérdidas dependiendo del comportamiento de los precios de mercado de los instrumentos en los cuales la sociedad administradora invierte por cuenta del fondo y de la capacidad de gestión de esta última.

ii) *Sociedad administradora del fondo*, sociedad anónima cuyo objeto exclusivo es la administración de los fondos⁸. Esta sociedad que capta los recursos, hace

⁷ DL 1328, **Artículo 13°**- La inversión de los Fondos Mutuos estará sujeta a las siguientes normas:

1.- Deberá efectuarse en acciones de sociedades anónimas, debentures, bonos, pagarés y demás títulos de crédito emitidos por el Estado o por entidades sometidas a la Fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, o en otros instrumentos de oferta pública que autorice el Consejo Monetario;

2.- A lo menos el 80% del valor del activo del Fondo deberá invertirse en valores de transacción bursátil;

3.- No podrá invertirse en cuotas de Fondos Mutuos, ni en acciones de sociedades administradoras de Fondos Mutuos;

4.- El Fondo no podrá poseer más del 10% de las acciones emitidas por una sociedad, ni más del porcentaje establecido en el decreto ley N° 818, de 1974, si se tratare de una sociedad anónima bancaria;

5.- No podrá invertirse en instrumentos emitidos o garantizados por sociedades que posean más del 20% de las acciones de la respectiva sociedad administradora;

6.- La inversión en bonos o debentures emitidos por una entidad no podrá exceder del 10% de los respectivos montos en circulación;

7.- No podrá invertirse más del 10% del valor del activo del Fondo, en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad.

Si se produjeren excesos de inversión por efecto de fluctuaciones del mercado o por otra causa justificada, la Superintendencia establecerá, en cada caso, las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de seis meses, contados desde la fecha en que se produzca el exceso.

⁸ DS 249 del Ministerio de Hacienda, de 1982, **Artículo 2°** Las sociedades tendrán como exclusivo objeto la administración de fondos mutuos, que ejercerán a nombre del fondo y por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes, y deberán incluir en su nombre la expresión "Administradora de Fondos Mutuos". No obstante, las administradoras podrán

campañas publicitarias, estudia las inversiones, por todo lo cual percibe una comisión fija, además de una segunda comisión en atención a la inversión efectuada.

La Superintendencia de Valores y Seguros⁹ autoriza la existencia de las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y aprueba los estatutos, reglamentos internos y contratos de suscripción de cuotas. Además la Superintendencia exige la entrega de información periódica de carácter legal, financiera, contable referente a los fondos y su administradora, con el fin de verificar el cumplimiento de las normas establecidas para ellos. Por ejemplo, los fondos mutuos deben enviar estados financieros (FECU) en forma mensual y la administradora en forma trimestral. Asimismo, deben comunicar cambios en la administración, remuneraciones y estatutos, entre otros.

Dentro de los Fondos mutuos es importante el efecto cambiario, pues los Fondos Mutuos invertidos en el exterior se ven afectados por el alza o baja del dólar.

Los Fondos Mutuos aparecieron en Chile en la década de 1960, gozando de gran desarrollo desde 1976 en adelante. Sin embargo, varios colapsaron con la crisis económica y social que azotó al país en 1982, por un manejo indebido de ellos. Sobre la base de aquella experiencia, se dictó la actual regulación que da un marco jurídico sólido y seguro para aquellos inversionistas que decidan colocar allí sus recursos.

En la actualidad los fondos mutuos se encuentran en crecimiento, lo que se demuestra con las siguientes cifras: En 1990 el sector mostraba 50.000 partícipes, que ha ascendido a casi 640.000 en 2005, mientras que los recursos administrados han crecido de US\$ 670 millones en 1990 a cerca de US\$ 15.000 millones en la actualidad, según datos proporcionados por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.

c) Compañías de Seguros

realizar las actividades complementarias que autorice la Superintendencia, en conformidad a lo dispuesto en el artículo 3° del D.L. N° 1.328, de 1976.

La responsabilidad por la función de administración es indelegable, sin perjuicio de que las administradoras puedan conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos, para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarios para el cumplimiento del giro.

Tratándose de la contratación de servicios externos, la facultad de la administradora para celebrar dichos contratos deberá constar en el reglamento interno del fondo.

La sociedad administradora responderá hasta de la culpa leve por la gestión del o de los fondos que administre. Esta responsabilidad podrá ser reclamada por cualquier partícipe ante los Tribunales Ordinarios de Justicia.

⁹ DL 1328, **Artículo 3°**- La administración de los Fondos Mutuos será ejercida por sociedades anónimas cuyo exclusivo objeto sean tales administraciones, y su fiscalización corresponderá a la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio.

Para los efectos antes indicados, la Superintendencia podrá examinar sin restricción alguna todos los libros, carteras y documentos de la sociedad administradora y, en general, solicitar todos los datos y antecedentes que le permitan imponerse del estado, desarrollo y solvencia de la administración y de la forma en que cumpla las prescripciones legales, pudiendo ordenar las medidas que fueren menester, para corregir las deficiencias que encontrare.

La Superintendencia podrá revocar la autorización de existencia de la sociedad administradora en los casos de infracción grave a las normas legales que rijan a los Fondos Mutuos o cuando de las investigaciones que se practiquen resulte que la administración se ha llevado en forma fraudulenta o manifiestamente descuidada.

SEPÚLVEDA las define como sociedades anónimas que toman a su cargo un riesgo y perciben una comisión o prima, contrayendo la obligación de indemnizar al asegurado o al beneficiario en caso de que el riesgo se produzca (siniestro).

La contratación de un seguro se formaliza mediante la emisión de una póliza de seguro, la cual es el documento justificativo del contrato que establece los derechos y obligaciones del asegurado y del asegurador. Mediante este contrato el asegurador se obliga, en el caso que se produzca un siniestro cubierto por la póliza, a indemnizar al asegurado o a sus beneficiarios de acuerdo a las condiciones del seguro. Por su parte, el asegurado se obliga al pago de una prima estipulada en la póliza.

Las compañías aseguradoras deben contratar sus seguros utilizando los modelos de pólizas y cláusulas que se encuentran registrados en el Registro de Pólizas de la Superintendencia. Por excepción, podrá contratarse con modelos no registrados tratándose de seguros generales en que el asegurado y beneficiario sean personas jurídicas y cuando la prima anual sea superior a UF 200.

Las primas de seguros en Chile son fijadas libremente por los aseguradores. Asimismo, las comisiones por intermediación también son libremente convenidas entre asegurador y corredor de seguros, dejándose constancia de ella en la respectiva póliza.

Tradicionalmente no se habían considerado como entidades pertenecientes al mercado de capitales chileno, por su pequeño volumen de operación y porque su rol fundamental es el de cubrir riesgos pactados.

Sin embargo, no podemos desconocer que las compañías de seguros cobran una prima por cubrir los riesgos pactados; el valor de las primas es invertido en instrumentos financieros¹⁰. Con esas inversiones las compañías mantienen el

¹⁰ DFL 251, **ART. 21.**- Las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, sin perjuicio de los depósitos que mantengan en cuenta corriente, deberán estar respaldados por inversiones efectuadas en los siguientes instrumentos y activos:

1. Inversiones de Renta Fija:
 - a) Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado o emitidos por el Banco Central de Chile;
 - b) Depósitos a plazo, letras de crédito hipotecarias, bonos y otros títulos de deuda o crédito, emitidos por bancos e instituciones financieras;
 - c) Bonos, pagarés y otros títulos de deuda o crédito, emitidos por empresas públicas o privadas;
 - d) Participación en convenios de créditos en los que concurren dos o más bancos o instituciones financieras, conforme a las normas de carácter general que dicte la Superintendencia, debiendo contemplarse en éstas el riesgo de crédito del deudor, y
 - e) Mutuos hipotecarios endosables, de los señalados en el Título V de esta ley.
2. Inversiones de Renta Variable:
 - a) Acciones de sociedades anónimas abiertas y acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público;
 - b) Cuotas de fondos mutuos cuyos activos se encuentren invertidos en valores o activos nacionales;
 - c) Cuotas de fondos de inversión, cuyos activos se encuentren invertidos en valores o activos nacionales.
3. Inversiones en el exterior:
 - a) Títulos de deuda o crédito, emitidos o garantizados hasta su total extinción por Estados o Bancos Centrales extranjeros;
 - b) Depósitos, bonos, pagarés y otros títulos de deuda o crédito, emitidos por instituciones financieras, empresas o corporaciones extranjeras o internacionales;
 - c) Acciones de sociedades o corporaciones constituidas fuera del país;

- d) Cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos fuera del país;
e) Cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos en el país, cuyos activos estén invertidos en valores extranjeros,
y

f) Bienes raíces no habitacionales situados en el exterior.

Los instrumentos señalados en este número, podrán ser adquiridos directamente o a través de Certificados de Depósito de Valores (CDV), a que se refiere el Título XXIV de la ley N° 18.045.

La Superintendencia, previa consulta al Banco Central de Chile, mediante norma de carácter general que deberá publicarse en el Diario Oficial, establecerá las características, reglas y procedimientos a que deberán sujetarse las inversiones señaladas en este número, para ser representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo.

La adquisición de las divisas necesarias para realizar las inversiones, a que se refiere esta letra, y su remesa al exterior, así como el retorno y la liquidación de los capitales y ganancias y su conversión a moneda nacional o extranjera, se sujetarán a las normas que al efecto establezca el Banco Central, de acuerdo a las facultades que le confiere su Ley Orgánica.

El mencionado Banco, mediante acuerdo de su Consejo, establecerá anualmente los porcentajes máximos posibles de invertir, dentro de los límites establecidos en la letra g) del N° 1 del artículo 23 de esta ley. No obstante, el porcentaje máximo de inversión en el extranjero que establezca el Banco Central, no podrá ser inferior al diez por ciento de las reservas técnicas y patrimonio de riesgo de las compañías.

Las inversiones de la letra f) de este número, sólo se computarán como inversiones representativas de reservas técnicas generadas por operaciones realizadas por la oficina correspondiente en el país respectivo.

4. Bienes raíces no habitacionales, cuya tasación comercial sea practicada al menos cada dos años, según norma de carácter general que dicte la Superintendencia. Tratándose de bienes raíces de propiedad de la compañía, sujetos a contratos de arrendamiento con opción de compra, la Superintendencia establecerá las disposiciones mínimas que deberán cumplir dichos contratos, para que el bien raíz se considere como inversión representativa.

5. Otros Activos.

a) Crédito no vencido por primas no devengadas otorgado a los asegurados, provenientes de contratos de seguro con cláusula de resolución por no pago de prima, para respaldar el total de la reserva de riesgo en curso y hasta el 10% del patrimonio de riesgo, de las compañías aseguradoras del primer grupo;

b) Siniestros por cobrar no vencidos, producto de las cesiones efectuadas a los reaseguradores, para respaldar el total de la reserva de siniestros y hasta el 10% del patrimonio de riesgo, salvo aquellos siniestros provenientes de las cesiones indicadas en el artículo 20, que no se puedan descontar de la reserva, conforme lo señalado en dicho artículo;

c) Crédito no vencido por primas producto de los seguros de invalidez y sobrevivencia del decreto ley N° 3.500, de 1980, para respaldar el total de la reserva de siniestros, para las compañías del segundo grupo;

d) Avance a tenedores de sus pólizas de seguros de vida, hasta por el monto del valor de rescate de ellas, siempre que en dichas pólizas se indique expresamente que el empréstito podrá deducirse del monto de la indemnización a pagar en virtud de lo establecido en la póliza o en sus adicionales, si corresponde.

Además, las compañías aceptantes podrán respaldar sus reservas técnicas con:

e) Crédito no vencido por prima no devengada otorgado a las compañías cedentes del primer grupo en virtud de contratos de reaseguro, para respaldar hasta el total de las reservas de riesgo en curso, y

f) Crédito no vencido por prima devengada otorgado a las compañías cedentes del primer grupo en virtud de contratos de reaseguro, para respaldar hasta el total de las reservas de siniestros.

6. Productos derivados financieros, conforme a los límites y condiciones que establezca la Superintendencia, por norma de carácter general. El límite máximo de inversión que fije la Superintendencia, no podrá ser inferior a un 0,5% ni superior a un 3% de las reservas técnicas y patrimonio de riesgo de las compañías.

Las inversiones señaladas precedentemente, para ser representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, deberán cumplir los siguientes requisitos:

1. Los instrumentos de la letra b) del N° 1, deberán encontrarse clasificados, de conformidad a lo dispuesto en la ley N° 18.045, en al menos categoría de riesgo BBB o N-3, según corresponda a instrumentos de largo o corto plazo, respectivamente;

2. Los instrumentos de las letras a) y c) del N° 2 y las cuotas de fondos de inversión de la letra e) del N° 3, deberán encontrarse inscritos en el Registro de Valores de esta Superintendencia, de conformidad a las leyes N°s. 18.045 y 18.815, según corresponda;

3. Los instrumentos de la letra a) del N° 2, no se aceptarán como representativos, cuando se trate de acciones de sociedades administradoras de fondos de pensiones o de fondos mutuos, de instituciones de salud previsional, de entidades aseguradoras y reaseguradoras, de sociedades educacionales y de aquéllas cuyo objeto sea la prestación de beneficios de carácter social a sus accionistas, o de sociedades cuyo activo, en más de un 50%, esté constituido por acciones y derechos en entidades de los tipos recién descritos, y

4. Los instrumentos de las letras a) y b) del N° 3, deberán encontrarse clasificados por al menos dos entidades clasificadoras de reconocido prestigio internacional a juicio de la Superintendencia.

valor real de las primas y ganan un porcentaje que les permite financiar sus costos de operación, así como tener los recursos para cancelar los siniestros en caso que se produzcan.

Aun cuando se rigen por una legislación que data de 1931 (DFL 251) y por normas aún más antiguas, como las contenidas en el Código de Comercio, las modificaciones implementadas sobre el DFL 251 han permitido un importante crecimiento de estas sociedades anónimas, y de los fondos por ellas administrados. Así, según datos de la Superintendencia de Valores y Seguros, de 110 millones de dólares que representaban las primas anuales en 1975 se pasó a 12.682 millones en el año 2002.

Las compañías de seguros son relevantes inversionistas institucionales del país, en términos de volúmenes de inversión. Las responsabilidades contraídas con los asegurados, a fin de enfrentar los compromisos adquiridos con estos, deben estar respaldadas por inversiones definidas, diversificadas y calificadas según lo establecido en la Ley de Seguros.

d) Fondos de Inversión

Un fondo de inversión es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores y bienes que la ley permita, que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los aportantes. La calidad de aportante, al igual que en el caso de los fondos mutuos, se adquiere en el momento en que la sociedad recibe el aporte del inversionista. Los aportes quedan expresados en cuotas que no pueden ser rescatadas antes de la liquidación del fondo.

Las cuotas de participación emitidas constituyen valores de oferta pública, por lo cual deben ser inscritas previamente en el Registro de Valores, y además registrarse obligatoriamente en a lo menos una bolsa de valores chilena, para asegurar a sus titulares un adecuado y permanente mercado secundario. Existen cinco tipos de fondos de inversión: de desarrollo de empresas, inmobiliario, mobiliario, de créditos securitizados e internacional.

La administración de los fondos de inversión, al igual que en el caso de los fondos mutuos, es ejercida por sociedades anónimas especiales, de objeto exclusivo, con patrimonio un mínimo fijado por ley, y sujetas a autorización de existencia por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Las compañías podrán efectuar operaciones para la cobertura del riesgo financiero que pueda afectar a su cartera de inversiones y a su estructura de activos y pasivos, en la forma que establezca una norma de carácter general dictada por la Superintendencia.

Asimismo, podrán participar en operaciones de venta corta, mediante el préstamo de acciones que sean representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, conforme a lo señalado en este artículo, en la forma que determine la Superintendencia. No obstante lo anterior, sólo se podrán prestar acciones representativas de reservas técnicas, en estas operaciones, hasta un máximo del 10% del total de la cartera de acciones representativas de la compañía.

Además de las inversiones señaladas, están los fondos de inversión de capital extranjero y los fondos de inversión de capital extranjero de riesgo, cuyos inversionistas provienen del exterior. Los fondos de inversión de capital extranjero de riesgo sólo pueden invertir en emisiones no registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros. La autorización para constituir sociedades administradoras de estos fondos de riesgo busca contribuir a financiar los proyectos de inversión de empresas emergentes.

Por último, tenemos a los *inversionistas extranjeros* que participan activamente en nuestro mercado, a través de diferentes mecanismos para ingresar sus capitales. Entre ellos se encuentran: el Decreto Ley 600, a través de un contrato de inversión; la Ley N° 18.657, que crea los Fondos de Inversión de Capital Extranjero; el Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central, a través de aportes de capital o créditos externos; el Capítulo XXVI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central, que permite la adquisición de acciones de sociedades anónimas chilenas para la posterior cotización de valores en el extranjero, con dicho respaldo; y, finalmente, el Título XXIV de la Ley de Mercado de Valores, que regula la oferta pública de valores extranjeros en el país, en la cual pueden participar como oferentes y demandantes inversionistas extranjeros.

4. Instituciones de Crédito

Son aquellas instituciones que tienen como propósito recibir dinero en depósito y darlo a su vez en préstamo, sea en forma de mutuo, de descuento de documentos o en cualquier otra forma.

a) Bancos Comerciales

El DLF N° 3 (Ley General de Bancos) define banco como toda sociedad anónima especial que, autorizada en la forma prescrita por esta ley y con sujeción a la misma, se dedique a captar o recibir en forma habitual dinero o fondos del público, con el objeto de darlos en préstamo, descontar documentos, realizar inversiones, proceder a la intermediación financiera, hacer rentar esos dineros y, en general, realizar toda operación que la ley le permita (artículo 40).

SEPÚLVEDA, por su parte señalaba que bancos comerciales son empresas organizadas para recibir depósitos en cuenta corriente y otorgar créditos.

En cuanto a la evolución histórica en los últimos veinticinco años la banca en Chile ha sufrido una serie de cambios, caracterizado sobre todo por la privatización e incremento en el rol de los mercados, los cuales podemos desglosar en los siguientes puntos:

- aa) Privatización de la banca nacional, antes de ello, se había adaptado una política de estatización de la gestión y propiedad de la banca mediante de su adquisición por parte de CORFO de sus acciones. Actualmente, salvo el Banco del Estado, todos los restantes se encuentran en manos del sector privado.

- bb) Libre determinación de las tasas de interés en el mercado, anteriormente las tasas de interés eran fijadas por la autoridad, pasando ahora a un sistema donde las tasas de interés se determinan libremente en el mercado, actuando la autoridad monetaria sólo de un modo correctivo (v.gr. fijando intereses máximos convencionales como los que dispone la Ley 18.010)
- cc) Significativo crecimiento del sistema tanto en términos relativos como absolutos, este crecimiento abarca el número de intermediarios que operan y los volúmenes reales de fondos transados.
- dd) Mayor integración del sistema con los mercados de capitales internacionales, como consecuencia de una liberalización paulatina de los márgenes de endeudamiento de las instituciones financieras con el exterior y de la política de tratamiento igualitario a los bancos extranjeros.

Una de las ideas centrales que ha inspirado el desarrollo del sistema financiero en los últimos años ha sido el de una banca universal o multibanca. En este esquema las empresas financieras pueden realizar cualquier operación de carácter financiero mientras cumplen con las disposiciones legales vigentes y las regulaciones que correspondan. El objetivo fundamental es evitar la discriminación legal entre instituciones, promover la eficiencia y la competencia entre ellas.

Inicialmente existieron diferencias sustanciales entre los bancos comerciales y los bancos de fomento (v. gr. Caja de Crédito Agrario, Caja de Crédito Minero, Banco Hipotecario de Chile, etc.), pasando luego a diferenciarse sólo porque estos últimos no ofrecían servicios de cuenta corriente a sus clientes. En la actualidad incluso esta diferencia ha sido eliminada, por lo que se habla sólo de bancos.

Por último, se ha adoptado el principio de libre entrada a la actividad financiera. De acuerdo al cual, cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos legales establecidos es autorizada para operar como institución financiera. Las únicas barreras a la entrada son los requisitos de capital mínimo, de idoneidad moral y técnica de sus ejecutivos.

Todas las instituciones financieras están bajo la fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, cuyas funciones se encuentran reguladas en la Ley General de Bancos. El Banco del Estado de Chile se rige, además, por una Ley Orgánica propia.

Para velar por la eficiencia y solvencia del sistema financiero, las entidades son sujetas a diversas regulaciones cuantitativas y cualitativas (a los bancos se les exige):

- i) Capital Mínimo: 800. 000 UF
- ii) Endeudamiento Global Máximo: 20 veces su capital pagado y reservas.

- iii) Tasa de Encaje: Entorno al 9 % a los depósitos a la vista y entorno al 4% a los depósitos a plazo.
- iv) Avaluos y Fianzas: hasta por el 100% de su capital.
- v) Inversiones: no pueden invertir más del 30% de su capital pagado y reservas en valores mobiliarios emitidos por una misma sociedad.

Por último, en cuanto a las operaciones que los bancos pueden efectuar, el artículo 69 de la Ley General de Bancos contempla, entre otras:

- i) Recibir depósitos y celebrar contratos de cuenta corriente bancaria.
- ii) Emitir bonos o debentures sin garantía especial
- iii) Descontar letras de cambio, pagarés y otros documentos que representen obligaciones de pago.
- iv) Emitir letras de crédito que correspondan a préstamos otorgados.
- v) Hacer préstamos con o sin garantía.
- vi) Adquirir, ceder y transferir efectos de comercio, con sujeción a las normas que acuerde el Banco Central
- vii) Efectuar cobranzas, pagos y transferencia de fondos.
- viii) Emitir cartas de crédito
- ix) Servir de agentes financieros de instituciones y empresas nacionales, extranjeras o internacionales y prestar asesoría financiera
- x) Adquirir, conservar y enajenar valores mobiliarios de renta fija, incluso letras de crédito emitidas por otros bancos, y encargarse de la emisión y garantizar la colocación y el servicio de esos valores mobiliarios

b) Sociedades Financieras

SEPÚLVEDA nos señala que son empresas que reciben depósitos y otorgan créditos en operaciones más limitadas que los bancos.

La forma jurídica de las sociedades financieras es también la de sociedad anónima, mientras que su capital mínimo para efectuar operaciones se alza sólo a 400.000 UF y su endeudamiento máximo global (relación deuda capital) es de 15 a 1.

Las operaciones que realizan las sociedades financieras son:

- i) Captar depósitos (mas no se encuentran facultados para llevar cuentas corrientes).
- ii) Otorgar préstamos
- iii) Emitir bonos
- iv) Intermediación de documentos de terceros.

Con todo, no pueden realizar operaciones de comercio exterior.

c) Banco Central de Chile

Conforme al artículo 97 de la Carta Fundamental el Banco Central es un órgano autónomo, con patrimonio propio, de carácter técnico, cuya composición, organización, funciones y atribuciones determina su ley orgánica constitucional (LOC. 18.840 de 1989).

El objetivo de este ente –según se desprende del artículo 3° de su Ley Orgánica Constitucional- es velar por la estabilidad del valor del dinero, y también por el normal funcionamiento de los pagos, internos y externos.

Ahora bien, fuera de la serie de funciones que cumple el Banco Central como institución encargada del manejo de la política monetaria en términos amplios, en la materia objeto de nuestro estudio, el artículo 35 de la Ley N° 18.840 señala las atribuciones del ente emisor relativas a la regulación del Sistema Financiero y del Mercado de Capitales, entre las cuales mencionamos:

- i) Dictar normas y condiciones a que se sujetan las empresas bancarias, sociedades financieras y cooperativas de ahorro y crédito en la captación de fondos del público; ya sea como depósito, mutuo, participación, cesión o transferencia de efectos de comercio o cualquier otra forma.
- ii) Autorizar a las empresas bancarias para pagar intereses en las cuentas corrientes bancarias, en las condiciones que señale el Consejo.
- iii) Autorizar a las empresas bancarias para otorgar créditos en relación con las cuentas corrientes bancarias y para consentir sobregiros en las mismas.
- iv) Fijar intereses máximos que puedan pagar las empresas bancarias, sociedades financieras y cooperativas de ahorro y crédito sobre los depósitos a vista.
- v) Dictar normas y limitaciones a las empresas bancarias y sociedades financieras en materia de avales, fianzas, ambos en moneda extranjera, entre otras.

También el Banco Central cumple una función reguladora a través de la definición de la política monetaria y cambiaria. El Banco Central regula las transacciones de los denominados *American Depositary Receipts* (ADRs), los límites en las inversiones de instrumentos en el extranjero que posean los inversionistas institucionales y el ingreso y salida de divisas para esos fondos, dentro de otras funciones.

Además no podemos olvidar la participación del Banco Central en la emisión de pagarés descontables y pagarés descontables con cupones, con los cuales el esta entidad participa como un agente más dentro del mercado bursátil.

BIBLIOGRAFÍA EMPLEADA Y SUGERIDA

- ARTHUR, Guillermo. “Régimen Legal del Nuevo Sistema de Pensiones”, Ed. Jurídica de Chile, Santiago, 1998.
- BALTRA, Alberto; “Teoría Económica”, Ed. Andrés Bello, Santiago, 1963.
- BERCOVITZ, Alberto; “Derecho del Mercado de Capitales”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 29, 1988
- CACHÓN, José; “Derecho del Mercado de Valores”, Ed. Dykinson, Madrid, 1992
- CANO, José; “mediación, fe pública mercantil y Derecho Bursátil”, Ed. Tecnos, Barcelona, 1982
- CHACOFF, Nancy; “Mercado de Valores. Generación, Captación y Movilización del Ahorro” (citado en ORTEGA)
- JIMÉNEZ, Alejandro; “Bolsa de Valores, Corredores de bolsa y Agentes de Valores (citado en ORTEGA)

- LARROULET-MONCHÓN; “Economía”, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1999
- NIETO, Ubaldo; “El Mercado de Valores. Organización y Funcionamiento”, Ed. Civitas, Madrid, 1993
- NOVOA-NOVOA; “El Mercado de Capitales”, Ed. Jurídica de Chile, Santiago, 1995
- ORTEGA, Adolfo; “El Mercado de Valores, Teoría General Descriptiva y Legislación Chilena”, Ed. Jurídica La Ley, Santiago, 1997
- PARADA, Rigoberto; “El Mercado de Valores en Chile, Análisis Teórico y Características”, Bolsa de Comercio de Santiago, Chile, 1987
- SALGADO, Oscar; “Treinta años de Política Habitacional” (citado en ORTEGA)
- SEPÚLVEDA, César; “Derecho Económico II”, Ed. Universidad Católica de Chile, Santiago, 1995
- TRUCCO, Eduardo; “Las Bolsas de Valores y su reglamentación”, Ed. Jurídica Ediar-Conosur, Santiago, 1989
- WONNACOTT-WONNACOTT; “Economía”, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1996.
- CODIGO DE COMERCIO Y NORMAS COMPLEMENTARIAS, Ed. Legis, Santiago, 2008.