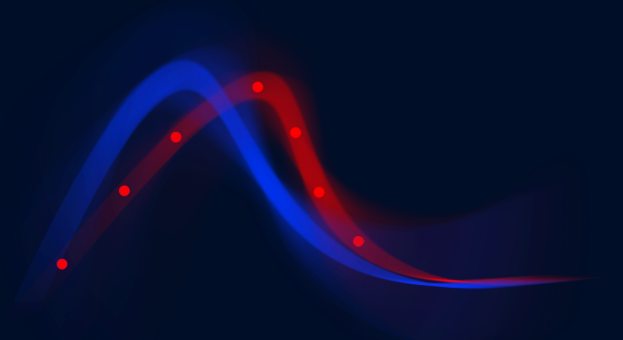
# Comentarios al Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Capitales (MK4)

Guillermo Larrain - Nancy Silva

Centro de Regulación y Estabilidad Macrofinanciera
Departamento de Administración
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile

Santiago, noviembre 2026



CREM

CENTRO DE REGULACIÓN Y ESTABILIDAD MACROFINANCIERA

FACULTAD ECONOMÍA Y NEGOCIOS UNIVERSIDAD DE CHILE

Presentación preparada para la Comisión de Hacienda del Senado de Chile
Las opiniones vertidas en este informe son personales y no corresponden necesariamente a las del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales.

# Reforma al Mercado de Capitales (MK4)

Objetivos, pilares, conflictos y desafíos

Noviembre 2026

**CONTENIDOS**


01 Objetivos de la reforma

02 Cuatro pilares y vacíos

03 Conflictos entre objetivos y medidas

04 Gobierno corporativo y hogares

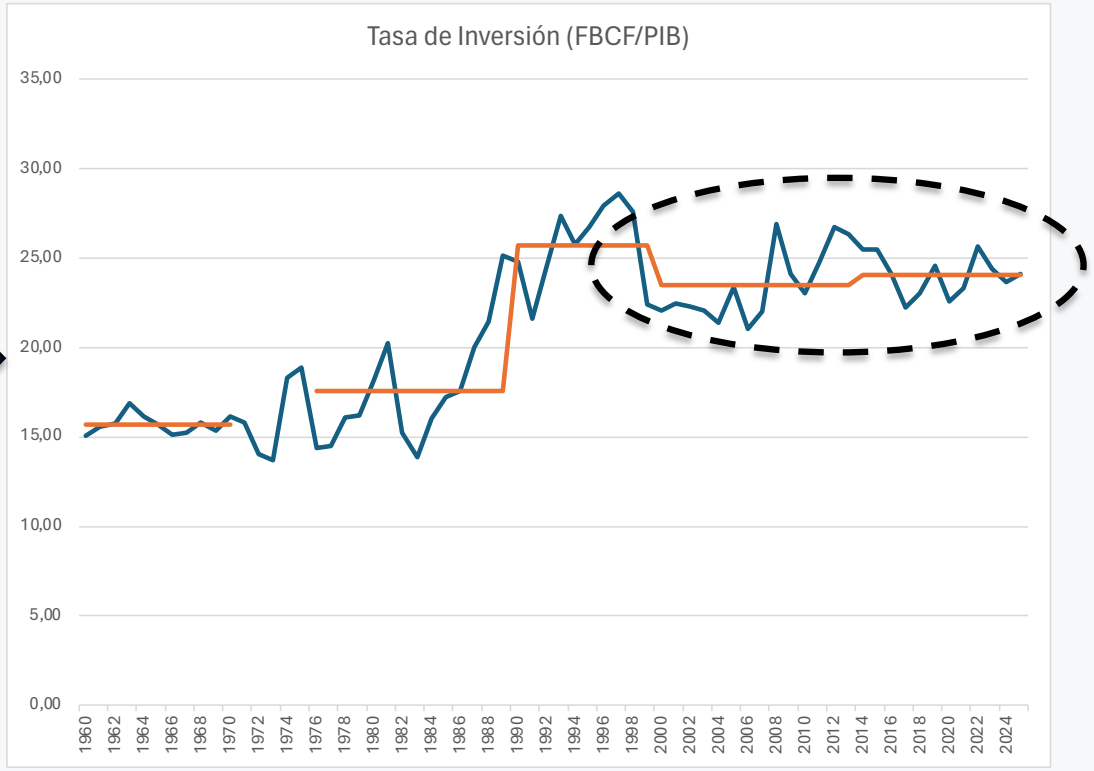
05 Riesgo FONAVI

06 Cargos sistémicos y resolución bancaria

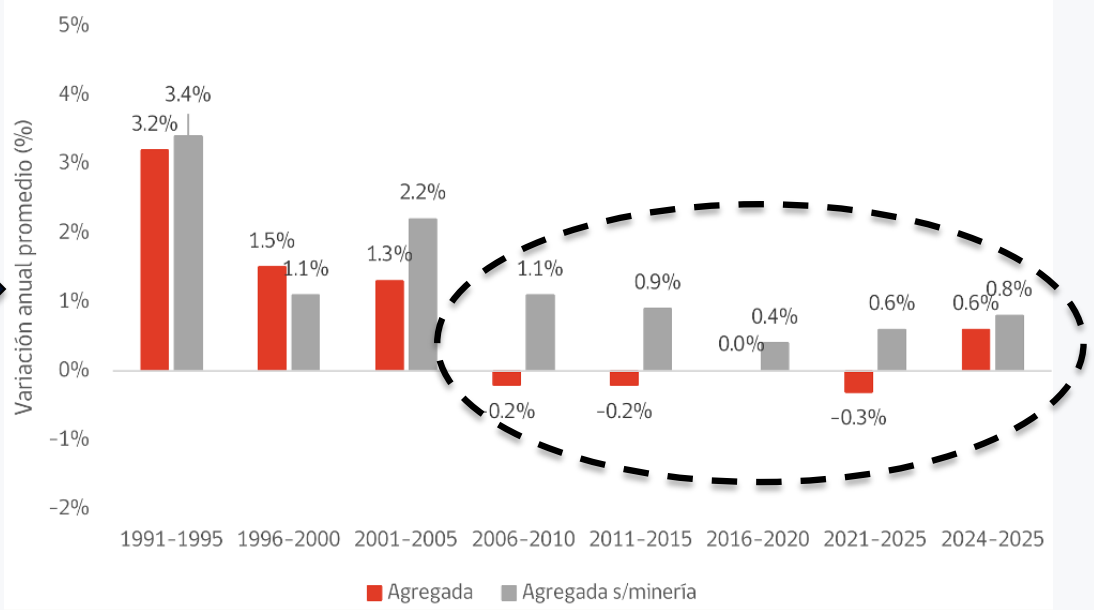
07 Reflexión final

Inversión: La megarreforma y la reforma a permisología

Ahorro: Reforma previsional

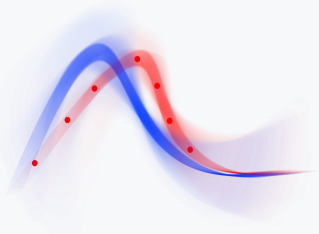



MK4



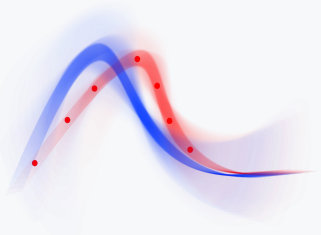
DIAGNÓSTICO · 2010–2026

# El mercado financiero perdió profundidad y liquidez desde 2019




Barras: nivel actual como proporción del máximo. En paralelo, la deuda soberana pasó de 5% a 42% del PIB.

Fuente: Mensaje PDL MK4; BCCh, IEF 2S-2025



OBJETIVOS DE LA REFORMA

# Cinco objetivos para volver a canalizar el ahorro

- **OBJETIVOS OPERATIVOS (HACIENDA)**
  - **Liquidez:** recuperar profundidad y reducir la vulnerabilidad a shocks externos.
  - **Costo de capital:** corregir fricciones regulatorias y tributarias.
  - **Acceso:** abrir el financiamiento de mercado a empresas tempranas y medianas.
  - **Integración:** posicionar a Chile como centro financiero regional.
  - **Ahorro y vivienda:** mejorar la transmisión del ahorro hacia los hogares.

Meta: un mercado más profundo, integrado, ágil, inclusivo y prudencialmente mejor calibrado.

LOS CUATRO PILARES DE LA REFORMA

# Cuatro pilares agrupan cerca de 40 medidas

## 1. Vivienda y hogares

- FONAVI: US$ 2.000 MM, endeudamiento 10x
- AVV: Estado aporta 3% del pie
- APV A: tope de 6 a 8 UTM
- Ley de fraudes y tasa máxima

## 2. Capital para empresas

- Art. 107: capital flotante 15%
- Arts. 104 y 108 ampliados
- Bolsa Junior, EIC y capital de riesgo
- IVA cero en comisiones de fondos

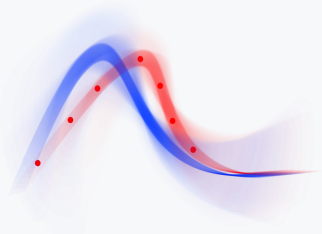
## 3. Simplificación

- Registro, mini-bonos, acciones digitales
- Quórums 4/7, voto múltiple, squeeze-out
- Separación de roles en AGF
- D-SIB como colchón, piso 0%

## 4. Centro financiero

- IVA cero a servicios exportados
- Sin RUT para no residentes
- Régimen holding
- Repos para fondos de pensiones

Los pilares 2 y 4 descansan sobre todo en medidas tributarias; el 3, en cambios societarios.



LO QUE EL PROYECTO NO ENFRENTA

# Tres vacíos centrales: aseguradoras, mercado de repos y resolución bancaria

### Régimen de inversiones de aseguradoras

Son, con las AFP, los grandes inversionistas de largo plazo. No se revisa su régimen ni su tratamiento en reservas y capital, ni se las habilita en repos.

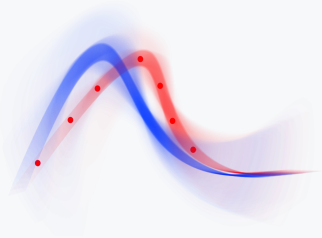
### Repos: habilitación parcial

Solo fondos de pensiones y FAPP, para liquidez transitoria. El mercado monetario sigue dependiendo de pagarés del BCCh y depósitos sin colateral.

### Resolución bancaria

Chile carece de un moderno regimen de resolucion bancaria lo que hace que cada banco sea sistémicamente relevante. Es crucial avanzar en esto con una discusión racional cuando **no hay crisis**.

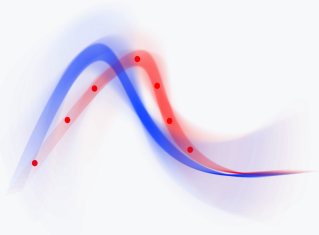
Sin estas piezas, la habilitación legal de repos puede quedar sin uso (Cowan et al., 2026).



# Seis pares de objetivos que se tensan en direcciones opuestas

| OBJETIVO A | | OBJETIVO B | DÓNDE CHOCAN |
|---|---|---|---|
| Profundidad local | ⇄ | Integración externa | Incentivos que facilitan la salida del ahorro |
| Menor costo de capital | ⇄ | Sostenibilidad fiscal | Exenciones con deuda bruta en 42% del PIB |
| Agilidad societaria | ⇄ | Protección de minoritarios | Menos vetos de los no controladores |
| Inclusión financiera | ⇄ | Protección del consumidor | Topes de tasa y responsabilidad por fraudes |
| Acceso a la vivienda | ⇄ | Riesgo fiscal y precios | Demanda con respaldo estatal |
| Crédito bancario | ⇄ | Resiliencia sistémica | Colchón D-SIB con piso de 0% |

**Conflicto central: la exención tributaria abarata el capital trasladando renta desde el Fisco.**



ART. 107 Y VALORES EXTRANJEROS

# Art. 107: centro financiero vs. profundidad local

## ARGUMENTOS A FAVOR (RECONOCIDOS)

**Intermediación local:** traer transacciones de Nueva York o Londres genera custodia y empleo en Chile.
**Diversificación:** más oferta de instrumentos para los ahorrantes.
**Costo fiscal directo acotado:** esas ganancias hoy casi no recaudan.
**Pero:** iguala el trato de un activo en Chile y uno en el extranjero, e incluye fondos y ETF con subyacente 100% externo.

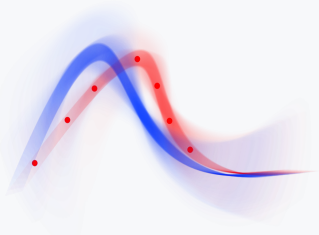
## EVIDENCIA INTERNACIONAL

Japón (2024) amplió su cuenta exenta sin distinguir destino: el ahorro de los hogares fluyó masivamente a acciones extranjeras.

## CONTRAEJEMPLO

Singapur exige a los fondos con beneficio tributario invertir una fracción en el mercado local.

Los centros financieros exitosos facilitan flujos de no residentes; no eximen a residentes por invertir fuera.



ART. 107 Y VALORES EXTRANJEROS

# Prioricemos Chile: dónde rinde más un peso de incentivo

## Por qué ahora

- Más de una década de caída de la inversión no minera
- PIB per cápita casi estancado
- Desocupados cerca del millón
- Profundidad local baja costo de capital (Rajan y Zingales; Levine y Zervos)

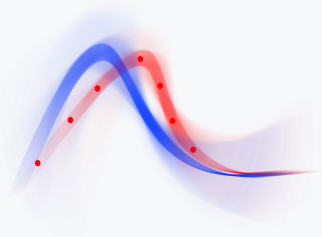
## Propuesta: postergar

- Concentrar el art. 107 en activos locales por un plazo definido (p. ej. 5 años)
- Mantener todas las facilidades regulatorias para transar valores extranjeros
- Evaluar costo fiscal y ahorro e inversión generados antes de extender

## Si igual se incluyen

- Exigir a valores extranjeros los mismos estándares de distribución de flujos que a vehículos locales
- Mecanismos efectivos de verificación por las autoridades

**Facilitar la diversificación internacional no requiere beneficios tributarios; volver a invertir en Chile es urgente.**



GOBIERNO CORPORATIVO · OCDE 2024

# Propiedad concentrada y escaso peso institucional

01

## 59%

**Un accionista > 50%**

De las empresas listadas en Chile, frente a 8% en EE.UU.

02

## 80%

**Tres mayores > 50%**

Frente a 17% en EE.UU. y 44% en el promedio mundial.

03

## 13%

**Capital institucional**

Del capital listado, frente a 47% en el promedio mundial.

**Varias medidas permiten mantener el control con menos capital: pueden ampliar la brecha entre propiedad y control.**

GOBIERNO CORPORATIVO Y ACCESO

# Flexibilizar requiere resguardos para los minoritarios

### Voto múltiple

- Control permanente sin plazo
- Resguardo OPA insuficiente
- Falta cláusula de caducidad

### Quórums y squeeze-out

- Rebaja a 4/7 reduce el veto
- Squeeze-out sobre 90%
- Exige valorización independiente

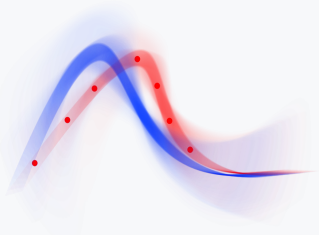
### Recompras y art. 169

- Sin límite de utilidades
- Barreras más laxas en grupos
- Más supervisión CMF

### Acceso: 15% y junior

- Precio menos representativo
- Riesgo de manipulación
- Patrocinador pagado por emisor

Los cambios de la Cámara (independientes elegidos por no controladores) van en la dirección correcta.



DISTRIBUCIÓN DEL RIESGO DE LOS HOGARES

# Más acceso a cambio de trasladar riesgo a los hogares

### Ley de fraudes

Culpa leve y presunción con autenticación reforzada, no definida en la ley. Se permite vender seguros al usuario.

### Tasa máxima: deudores nuevos

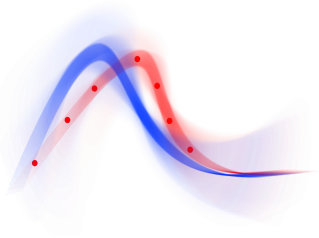
Tasas mayores hasta 20 UF sin análisis de solvencia: riesgo de sobreendeudamiento en el segmento más vulnerable.

### AVV y FONAVI

Más apalancamiento hipotecario. Con oferta rígida, el subsidio a la demanda se capitaliza en precios.

Riesgo: una reforma orientada a la inclusión que aumente la fragilidad de los hogares de menores ingresos.

# Mercado de la Vivienda:
# El problema no es el crédito, es el precio




La razón precio/ingreso aumentó 1,56 veces pese a tasas históricamente estables.

Fuente: Datos Abif / Análisis propio

# El diseño de FONAVI genera un alivio acotado y desincentivos en la banca

01

**35% → 33%**

### Compresión insuficiente

Al bajar 100 pb la tasa deja dividendo en 33% del ingreso mensual

02

**12,5%**

### Neutralización por pie

Pie de 10% sube capital financiado 12,5%, por lo tanto, el dividend no baja

03

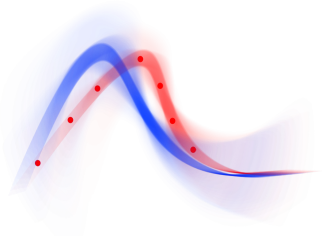
**4%**

### Castigo en Basilea III

Retener primera pérdida pondera al 1.250%. Se require un retencion inferior a 4% para que haya ahorro de capital

**La banca cede margen financiero conservando pérdida esperada y carga de capital.**

Presentación Comisión del Senado



RIESGO FISCAL Y SOLUCIONES DE FONDO

# Contingencias fiscales y alternativas eficientes

### RIESGOS DEL ESQUEMA APALANCADO

**Pasivo contingente:** Garantía estatal permanente sobre carteras completas.
**Riesgo moral:** Podria relajar estándares de originación ante estrés económico.
**Crowding-out:** Bonos cuasi-soberanos desplazan deuda corporativa privada.
**Gobernanza:** Requiere comités independientes y fiscalización de CMF.

### ALTERNATIVAS FINANCIERAS SIMPLES

Licitar liquidez fiscal en UF o avalar bonos hipotecarios (modelo NHG), sin vehículos extrapresupuestarios.

### SOLUCIÓN ESTRUCTURAL (OFERTA)

Suelo urbano, densificación en ejes de transporte, permisos ágiles y seguros para LTV altos.

La asequibilidad genuina exige reducir el costo del activo, no apalancar al Fisco.

REFORMA ART. 66 QUÁTER LGB · BANCOS SISTÉMICOS (D-SIB)

# Cargo sistémico: doble rol y vacío de resolución

## Doble función prudencial

Integra colchón Basilea III y capacidad TLAC.

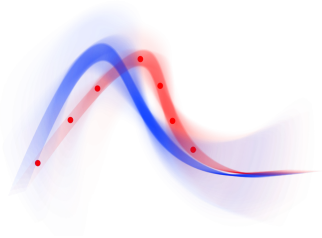
## Sin marco de resolución

Riesgoso rebajar piso 1% sin ley de resolución.

## Inconsistencia estructural

Recargo 0% desconoce externalidad sistémica.

El recargo D-SIB absorbe pérdidas estructurales, no es herramienta contracíclica.



EVIDENCIA EMPÍRICA Y DINÁMICA DE MERCADO

# Convertir cargo en colchón no garantiza más crédito

**FRICCIONES COMPROBADAS EN LA LITERATURA**

**Baja usabilidad:** Evidencia COVID-19 muestra reticencia a consumir colchones.

**Holgura voluntaria:** Banca local opera sobre el mínimo; bajar piso no es vinculante.

**Estigma de mercado:** Usar el colchón penaliza percepción de solvencia externa.

**Ciclo moderado:** En estabilidad bancaria, relajar capital no reactiva crédito. Y si hay riesgos, queremos que los sistémicos tengan más capital

**LECCIÓN INTERNACIONAL**

Aun con autorización explícita en pandemia, los bancos europeos evitaron consumir capital bajo los requerimientos combinados.

**RESGUARDO LEGISLATIVO**

Mantener el piso de 1,0% vigente mientras Chile no cuente con una ley de resolución bancaria operativa.

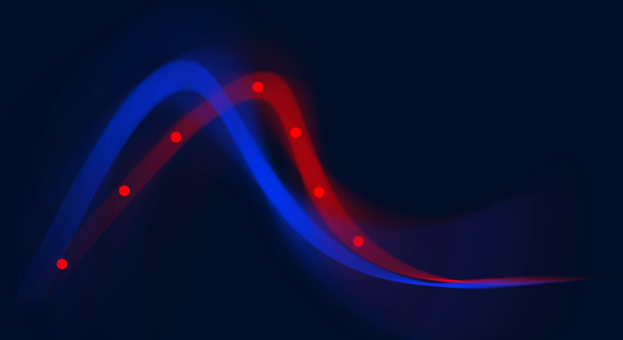
Debilitar el resguardo sistémico sacrifica estabilidad sin asegurar mayor crédito.

# Comentarios al Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Capitales (MK4)

Guillermo Larrain - Nancy Silva

Centro de Regulación y Estabilidad Macrofinanciera
Departamento de Administración
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile

Santiago, noviembre 2026



CREM

CENTRO DE REGULACIÓN Y ESTABILIDAD MACROFINANCIERA

FACULTAD ECONOMÍA Y NEGOCIOS UNIVERSIDAD DE CHILE

Presentación preparada para la Comisión de Hacienda del Senado de Chile
Las opiniones vertidas en este informe son personales y no corresponden necesariamente a las del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales.