# Proyecto de Ley de Reforma al Mercado de Capitales y Financiamiento de la Casa Propia

**Boletín N°18.643-05**

Observaciones de la Asociación de AFP de Chile A.G.

**Camila Simunovic**
Gerenta Legal, Asociación de AFP de Chile A.G.

Comisión de Hacienda del Senado
25 de noviembre de 2026

ASOCIACIÓN AFP CHILE

# Origen y evolución de los quórums especiales (Ley N°18.046)

**1981**
Ley N°18.046 original

El art. 67 ya exigía 2/3 para transformación, fusión, división, disminución de capital y venta de activos.

**1997**
Caso Chispas

Venta del control de Enersis con un alto premio por control, a costa de los minoritarios.

**2000**
Ley de OPAs (N°19.705)

Amplió el catálogo del art. 67 y lo vinculó al derecho a retiro.

El Mensaje proponía 80%; se optó por mantener 2/3.

**2009**
Ley N°20.382 (ingreso a la OCDE)

Extendió los 2/3 a partes relacionadas y a activos de filiales relevantes.

**2009 a 2011**
Casos Cascadas y La Polar

Nuevos abusos a minoritarios. La condena civil quedó firme casi 15 años después.

**2021 y 2023**
Leyes N°21.314 y N°21.595

Reforzaron regulación de partes relacionadas y sanciones penales, como complemento de los quórums.

**2026**
Proposición TDLC N°21/2026 y MK4

El TDLC constató déficits en la protección de minoritarios.

El MK4 propone por primera vez rebajar los 2/3.

**Los quórums especiales se ampliaron después de cada hito, según da cuenta la historia fidedigna de la ley.**
**El Proyecto MK4 sería la primera reducción desde 1981.**

# Propuesta de la Asociación sobre los quórums especiales

La Asociación analizó, materia por materia, la relevancia de cada quórum para la protección de los accionistas minoritarios, recogiendo la opinión de las AFP asociadas. Sobre esa base, solicita a la Comisión considerar lo siguiente:

## Materias en que la rebaja propuesta podría acogerse

No alteran los derechos de los minoritarios

- Cambio de domicilio social, dentro del territorio nacional.
- Enajenación de acciones de una filial que implique perder su control.

## Materias en que la rebaja podría acogerse con resguardos

Resguardos ajustados al riesgo de cada materia

- Abstención de cobro de capital: 2/3 si el deudor es el controlador.
- Bonos convertibles: colocación abierta, precio no inferior al de mercado, dilución máxima de 20% y sin asignación al controlador.
- Plazo de duración: mayoría para prorrogar y 2/3 para reducir.
- Dividendo bajo el mínimo: 2/3 más voto de los no controladores.

## Materias en que se solicita mantener los 2/3

Afectan la estructura, el patrimonio o la liquidez de la inversión

- Cancelación de la inscripción en el Registro de Valores.
- Transformación, fusión y división.
- Disolución anticipada y disminución de capital.
- Enajenación del 50% o más del activo.
- Operaciones con partes relacionadas.
- Y otras materias relevantes.

# Cuenta 2 para el Ahorro Voluntario para la Vivienda

## 1 Qué ocurrió en la Cámara

- La Comisión de Hacienda habilitó a las AFP para administrar el Ahorro Voluntario para la Vivienda, con requisitos adicionales y reglas de segregación.
- La Sala rechazó ambas normas.
- Hoy pueden ofrecerlo bancos, administradoras de fondos, aseguradoras de vida, cooperativas y cajas de compensación.

## 2 Propuesta

- Uno de los principales desafíos que busca abordar el AVV es la dificultad de los hogares para reunir el ahorro necesario para financiar el pie de una vivienda. El proyecto reconoce esta barrera y permite que la meta de ahorro del 7% pueda completarse con recursos acumulados previamente en determinados instrumentos de ahorro.
- La Cuenta 2 constituye un instrumento de ahorro voluntario y de libre disposición que, a julio de 2026, registra 1,44 millones de cuentas con saldo, acumulando $2,77 billones, con un saldo promedio de $1,92 millones por cuenta con saldo. Su vigencia como instrumento de ahorro se refleja en un flujo neto positivo de $69,5 mil millones entre enero y julio de 2026. Asimismo, en la muestra analizada, un 16,3% de los ahorrantes con saldo positivo tiene hasta 40 años.Se propone incorporar la Cuenta 2 entre los instrumentos admitidos para acreditar el cumplimiento de la meta de ahorro del AVV.

| Indicador | Cifra |
|---|---|
| **Cuentas vigentes, julio 2026** | 3,4 millones |
| **Cuentas con saldo, julio 2026** | 1,44 millones |
| **Saldo acumulado** | $2,77 billones |
| **Saldo promedio por cuenta con saldo** | $1,92 millones |
| **Depósitos, enero-julio 2026** | $293 mil millones |
| **N.º de depósitos, enero-julio 2026** | 1,1 millones |
| **Retiros, enero-julio 2026** | $224 mil millones |
| **N.º de retiros, enero-julio 2026** | 349 mil |
| **Flujo neto, enero-julio 2026** | +$69,5 mil millones |

# Cuenta 2 para el Ahorro Voluntario para la Vivienda

**Beneficios de incorporar la Cuenta 2 al AVV**

- Reconoce el esfuerzo de ahorro previo: permite aprovechar recursos que las personas ya han acumulado voluntariamente, sin necesidad de iniciar un nuevo proceso de ahorro desde cero.
- Facilita el acceso a la primera vivienda: reduce el ahorro adicional necesario para alcanzar la meta del 7%, permitiendo acceder más tempranamente al financiamiento hipotecario.
- Aprovecha la infraestructura existente: incorpora un instrumento de ahorro consolidado, ampliamente utilizado y que cuenta con mecanismos de administración y recaudación operativos.
- Amplía las alternativas de ahorro habitacional: otorga mayor flexibilidad a las personas para decidir a través de qué instrumentos acumular los recursos necesarios para adquirir una vivienda.
- Incentiva el ahorro voluntario: fortalece el atractivo de la Cuenta 2 como instrumento de ahorro para objetivos de mediano y largo plazo.
- Mantiene la coherencia con el diseño del AVV: extiende el reconocimiento del ahorro previamente constituido a un instrumento adicional, sin modificar la meta del 7% exigida por el proyecto.

# Muchas gracias

Asociación de AFP de Chile A.G.

ASOCIACIÓN AFP CHILE

ferradanehme

# Quórums especiales en el Proyecto MK4: análisis regulatorio

## Opinión legal para la Asociación de AFP de Chile A.G. (de 15 de octubre 2026)

Comisión de Hacienda del Senado

Nicole Nehme Zalaquett

Benjamín Mordoj Hutter

25 de noviembre de 2026

ferradanehme

# La opinión legal: objeto y preguntas

El Proyecto MK4 rebaja de dos tercios a mayoría absoluta el quórum de los arts. 2, 24, 67 y 116 de la Ley N°18.046: **un 50% más un voto podría aprobar materias que hoy exigen 66,6% más un voto**.

**Materias cuyo quórum se rebaja**

☐ Mayor impacto en minoritarios

| **Art. 2, inciso final** | **Art. 24, inciso 1°** | **Art. 67, inciso 2°** | **Art. 116** |
|---|---|---|---|
| Cancelación de la inscripción en el Registro de Valores | Abstención de cobrar aumentos de capital tras el plazo de tres años | 16 materias, entre ellas fusión, división, reducción de capital y partes relacionadas | Repartos opcionales durante la liquidación |

**1.** ¿Existe una falla de mercado que justifique apartarse de la regla de mayoría simple?

**2.** ¿Qué costos tienen las reglas contra mayoritarias que deban ponderarse?

**3.** ¿Son los quórums especiales una falla de la regulación que justifique abandonarlos?

ferradanehme

# Metodología y fuentes del análisis

**1. Marco de política regulatoria**
Instructivo Presidencial N°003 de 2019: falla de mercado, costos de la regulación y falla de regulación.

**2. Evidencia empírica comparada**
Más protección de los minoritarios se asocia a **mercados más desarrollados**, más dividendos y menor concentración.

**3. Análisis histórico de la regulación chilena**
Quórums especiales desde 1981, ampliados tras el caso Chispas (2000) y en 2009. El MK4 sería **la primera rebaja desde 1981**.

**4. Análisis del Proyecto MK4 y su Informe de Impacto Regulatorio**
El Mensaje atribuye rigidez e iliquidez a los quórums especiales, pero **el Informe no los analiza**.

**Principales Fuentes**

- **Literatura económica y jurídica.** La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998 a 2002); Jensen y Meckling (1976); Morck, Wolfenzon y Yeung (2005); Baldwin, Cave y Lodge (2012); Berle (1958).
- **Organismos internacionales.** Principios de Gobierno Corporativo OCDE/G20 (2024); Banco Mundial, indicadores de protección de minoritarios y de rotación bursátil (2026).
- **Autoridades chilenas.** TDLC, Proposición N°21/2026; FNE, aporte de antecedentes en ERN N°32-2023; Ministerio de Hacienda, Informe de Impacto Regulatorio del MK4 (2026).
- **Historia de la ley.** Historia fidedigna de las Leyes N°19.705 (2000), N°20.382 (2009) y N°21.314 (2021).
- **Jurisprudencia.** Corte Suprema en los casos Chispas (Rol N°4.261-2004), Cascadas (Rol N°17.536-2019) y La Polar (Roles N°8.429-2019 y N°25.039-2024); Humphrys v. Winous Co. (Ohio, 1956).

ferradanehme

# La falla de mercado que corrigen los quórums especiales

| Falla de mercado |
| --- |
| **Problema de agencia**<br>Con mayoría simple, el controlador puede adoptar decisiones que lesionan el valor de los minoritarios **sin internalizar ese daño**, y éstos no pueden prevenirlo por vía estatutaria una vez que invierten. |
| **Costo de agencia**<br>El minoritario debe anticipar y **monitorear** las conductas del controlador. Ese costo se traslada a la decisión de inversión y **encarece la obtención de capital** porque los potenciales accionistas deberán internalizar ese costo de agencia. |
| **Separación entre control y derechos económicos**<br>El problema se agrava **mientras menor sea el porcentaje de propiedad necesario para controlar** la compañía.<br>Según la evidencia de la FNE, una mayor brecha entre derechos de control y económicos se asocia a **mayores costos de endeudamiento**, mayor riesgo de caídas abruptas del precio de la acción y más operaciones con partes relacionadas. |

| Consideraciones adicionales |
| --- |
| **Principios de Gobierno Corporativo G20/OCDE (2024)**<br>Las mayorías cualificadas son un **derecho** *ex ante* y una medida de **probada eficacia**. El **voto de los fondos de pensiones forma parte del valor de la inversión de sus clientes**. |
| **Evidencia comparada**<br>Más protección de los minoritarios se asocia a **mercados de capitales más desarrollados** y a mayores dividendos. |
| **Propiedad concentrada**<br>Una protección deficiente **genera mayor concentración** de la propiedad. |
| **AFP y cotizantes**<br>Por ley, las AFP no pueden controlar ni **pagar un premio por control**. Las distorsiones derivadas de fallas de mercado son escalables y **potencialmente sistémicas**, y afectan a millones de cotizantes. |

# Los derechos de los minoritarios como contrapeso al controlador

**Los derechos de los accionistas no controladores son el mecanismo que permite a quienes aportan capital sin control:**

| Acceder a información | Fiscalizar las decisiones del controlador | Reaccionar frente a operaciones que transfieren valor fuera de la sociedad |
|---|---|---|

**La literatura**

Trata la protección legal de los no controladores como el factor que **reduce la brecha efectiva entre control y derechos económicos**, o al menos compensa sus efectos, y asocia una protección más débil con **menores valorizaciones y mayor expropiación de los minoritarios** (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2002: 1147-1148 y 1166-1169).

**La evidencia empírica**

Incluso entre países con sistemas judiciales eficaces, las jurisdicciones con mayor protección de los minoritarios tienen **mercados de capitales más desarrollados** (La Porta et al., 1999: 5).

En **33 países** y unas 4.000 compañías, una mayor protección se asocia a **mayores dividendos distribuidos** (La Porta et al., 2000b).

**Limitar esos derechos, cualquiera sea la estructura de propiedad:**

| Encarece el financiamiento | Reduce la información al mercado | Debilita los contrapesos |
|---|---|---|
| Acreedores e inversionistas anticipan un mayor riesgo de extracción de beneficios privados. | Con menos información disponible aumenta el riesgo de ajustes abruptos de precio. | Los minoritarios pierden herramientas frente a operaciones con partes relacionadas. |

# Quórums especiales y mecanismos alternativos

- **Costos invocados por el Mensaje:** incentivo a mantener más de 2/3 (menos liquidez) y dificultad para cancelar la inscripción.
- **Sin cuantificación:** el Informe de Impacto Regulatorio no analiza los quórums especiales y el Mensaje reconoce que la **iliquidez es multifactorial**.
- **Alineamiento costo/beneficio:** hoy quien decide solo, soporta al menos 2/3 de las consecuencias; con el MK4, la mitad.
- **El segundo costo no se condice con la evidencia:** la caída sostenida del número de emisores muestra que salir del mercado no ha sido prohibitivo.

| | **Quórum especial** | **Mecanismos alternativos**<br>*OPA, partes relacionadas, deber de cuidado de directores, acción derivativa y tipos penales* |
|---|---|---|
| **Momento en que opera** | Antes de que se produzca el perjuicio | Después del perjuicio |
| **Costo para el minoritario** | Bajo: regla simple de verificar y fiscalizar | Alto: monitoreo con asimetría de información, litigio lento y costas no remuneradas (La Polar: casi 15 años) |
| **Estándar exigido** | Objetivo: umbral de votos | Prueba del daño; en sede penal, convicción más allá de toda duda razonable |
| **Cobertura** | Todas las materias sujetas a quórum especial | Hipótesis específicas: no cubren muchas materias del art. 67 |

**Los mecanismos alternativos son útiles y necesarios: complementan a los quórums especiales, pero no los sustituyen ni resultan más eficientes.**

ferradanehme

# Conclusiones de la opinión legal

| | |
|---|---|
| **1. ¿Existe una falla de mercado?** | **Sí.** El problema de agencia entre controlador y minoritarios es una falla de mercado, más aguda con propiedad concentrada. Los casos Chispas y Cascadas y la Proposición N°21/2026 del TDLC muestran que no es un riesgo teórico. |
| **2. ¿Qué costos tienen los quórums especiales?** | **Existen, pero no justifican la rebaja.** Del Mensaje, el primer costo es también su principal beneficio (alinear la decisión con la exposición económica) y el segundo no se condice con la caída sostenida de emisores. |
| **3. ¿Son una falla de la regulación?** | **No hay antecedentes que lo acrediten.** El IIR no analiza los quórums especiales y la propiedad está concentrada por una protección insuficiente de los minoritarios, no excesiva. Los mecanismos alternativos son complementos, no sustitutos. |

**No sería recomendable avanzar** en la propuesta del MK4 en las materias más sensibles de los arts. 2 y 67 de la Ley N°18.046. Las de menor impacto, como el cambio de domicilio, pueden revisarse con una evaluación de impacto regulatorio específica.

ferradanehme

# Anexo: Referencias a los Principios de Gobierno Corporativo G20/OCDE (2024)

| | |
|---|---|
| **Mayorías cualificadas como derecho ex ante**<br>pp. 18–19 | "**Un factor fundamental para el desarrollo y el buen funcionamiento de los mercados de capitales** es la confianza de los inversores en que el capital que aportan estará protegido frente al uso y la apropiación indebidos por parte de los directivos de las sociedades, de los consejeros o de los accionistas mayoritarios. Por el contrario, un mecanismo de gobierno corporativo ineficiente puede dar al consejo de administración, a los directivos y a los accionistas mayoritarios la oportunidad de dedicarse a actividades que promuevan **sus propios intereses a expensas de los de los accionistas minoritarios**. En lo relativo a la protección de los inversores, resulta útil distinguir entre los derechos ex ante y los derechos ex post de los accionistas. Son **derechos ex ante**, por ejemplo, los derechos de suscripción preferente o las **mayorías cualificadas en el caso de determinadas decisiones**. Los derechos ex post permiten solicitar una reparación tras la vulneración de un derecho". |
| **Mayorías cualificadas como medida de probada eficacia**<br>p. 26 | "**Otras medidas comunes de probada eficacia para la protección de los accionistas minoritarios** son, por ejemplo, la emisión de acciones con derechos de adquisición preferente, las **mayorías cualificadas para determinadas decisiones** y la posibilidad de recurrir al voto acumulativo a la hora de elegir a los consejeros." |
| **Fondos de pensiones como agentes fiduciarios y relación con mayorías cualificadas**<br>p. 28 | "En el caso de las instituciones que actúan en calidad de agentes fiduciarios, tales como los **fondos de pensiones**, las instituciones de inversión colectiva y las compañías de seguros, en algunas de sus actividades, así como en el de los gestores de activos que actúan en su nombre, **el derecho de voto puede considerarse parte del valor de la inversión que realizan por cuenta de sus clientes**". |

