Comentarios a Proyecto MK y Vivienda

Comisión de Hacienda del Senado, 25 nov 2026

Rodrigo Wagner

Economista, PhD U de Harvard EEUU;

Profesor Escuela de Negocios U Adolfo Ibañez

(*) Comentarios personales que no involucran a la institución

(**) Algunos comentarios son resultado de la cooperación de los Profesores Osvaldo Lagos y Guillermo Caballero (Facultad de Derecho UAI), pero el presentador sigue siendo el responsable de errores y omisiones de lo que se mencione en el presente documento

Vamos directo a los comentarios…

- Dado que yo además participo de una mesa con MdH sobre MK4 y de que hay múltiples presentaciones estos días, me enfocaré en las cosas grandes o donde podemos hacer una contribución a los Senadores

- Pero esto no implica que los presentes comentarios sean exhaustivos y agoten el tema

- Esta presentación no sustituye sino que complementa la presentación en Comisión de Hacienda de la Cámara en Septiembre

Vivienda + AVV

Preocupaciones sobre componente Vivienda

- **Efecto en Precios**: ante los desafíos en vivienda los senadores debieran pensar en términos de la "cuota mensual". Ahí entra la tasa, el plazo y el deducible; pero también los precios de las viviendas. FONAVI es parte de un cúmulo de medidas de demanda que se suman todas (p. ej. reconstrucción).

→ MdH debiera mostrar efectos del paquete de medidas de demanda en precio de la vivienda.

- **Dudas de adopción de FONAVI por los bancos. Arriesga menor efecto de la política.** Consultas con algunos bancos mencionan que el requerimiento de capital exigido lo haría bastante menos interesante como negocio hipotecario.

→ MdH debiera mostrar por qué efectivamente la banca operaría este instrumento nuevo, no simplemente asumirlo. FOGAES negociado en 2025 si tuvo compatibilidad de incentivos con la Banca y en este caso no se ve tan claro.

Aspectos Tributarios

Exención IVA. Entendible, pero hay usos alternativos de esos recursos

- **La medida más cara** del IF es la exención de IVA a Servicios financieros de Fondos (USD 100 millones). También es **la que menos crecimiento del PIB genera** segun el informe de impacto regulatorio del mismo MdH

- Dada la situación fiscal (p.ej. tributos no mineros +0,0%, incluso antes de entrada en vigencia de proy reconstrucción), sería importante evitar grandes gastos

- Valdría la pena recalibrar la medida de exención. Sobre todo porque luego podríamos tener una seguidilla de otros sectores con competencia internacional que pidan un tratamiento similar.

- Una alternativa para mitigar diferencia entre fondo local y extranjero podría ser un cobro de IVA parejo, independiente del domicilio. Otra es efectivamente entender el efecto fiscal total.

Efectos totales en ingresos fiscales de medidas tributarias y normativas

- Los Informes Financieros DIPRES se hacen con un formato muy util y estandarizado, pero que a veces no contiene todas los efectos fiscales de como una norma interactúa con otras existentes

- Por ejemplo, ciertas reformas societarias podrían afectar factores de interés tributario, como precios de transferencia o deuda de partes relacionadas, etc. etc.

- Sugerencia → Presentación adicional de los eventuales efectos de ingresos fiscales; o que un experto los descarte con argumentos sólidos.

Seguimiento recomendaciones CFA, BC, CMF

- Hay una serie de requerimientos que han hecho entes autónomos como CFA, BC y CMF; cada uno dentro de sus competencias

- Veo importante para el *due diligence* de proceso legislative que efectivamente MdH plantee una table de seguimiento, para ver como se han hecho cargo en el PdL de los comentarios de cada uno.

- Aclaramos eso si que dichas organizaciones siempre son cuidadosas de pronunciarse sobre temas que no son de su competencia estricta, por lo que es importante

Aspectos Normativos

Sugerencias de redacción en temas societarios, para hacer más eficaz el logro de objetivos

- **Juicio de Negocio (para Directores, art 41 LSA):** hay problema de redacción que podría alargar mucho juicios ante multiplicidad de pruebas. Redacción es muy importante en sistema de "civil law" vs "common law" EEUU. Expertos sugieren redacción distinta, enfatizando racionalidad.

- **Squeeze-out (71 bis LSA) & Derecho a Retiro:** debieran **borrar la 3ra opción de "valor libro"** para que quedara como valor justo que es el criterio general

- **Operación con Parte Relacionada:** si mayoritario no se sujeta al procedimiento definido, cambia el peso de la prueba. Que ya no corre el supuesto de Juicio de negocio sino que el mayoriatio debe demostrar que es de beneficio social.

- **Voto Multiple: acotar a menos de 10 años.**

Algo urgente de agregar: Administrador Provisional para AGF

- Hoy CMF necesita más herramientas para lidiar con casos donde tiene que intervenir en un Fondo (AGF).

- Existe vacío legal que impide nombrar administrador provisional de una AGF intervenida. Quedo clara la falencia en un caso 2025

- Es una herramienta que está en prácticamente todas las otras organizaciones reguladas. **Propuesta: incluirlo en MK4**

- **Tambipen sugiero mejoras y recursos para el regulador del mercado financiero, para que con ello mejore la credibilidad en el mercado.**
  - **Pdte CMF siendo Jefe de Servicio implica algunos desafíos**
  - **Recursos para estudios**

Comentarios a Proyecto MK y Vivienda

Comisión de Hacienda del Senado, 25 nov 2026

Rodrigo Wagner

Economista, PhD U de Harvard EEUU;

Profesor Escuela de Negocios U Adolfo Ibañez

(*) Comentarios personales que no involucran a la institución

(**) Algunos comentarios son resultado de la cooperación de los Profesores Osvaldo Lagos y Guillermo Caballero (Facultad de Derecho UAI), pero el presentador sigue siendo el responsable de errores y omisiones de lo que se mencione en el presente documento

APENDICE

Apendice # 1

Detalle de comentarios normativos Profesores Guillermo caballero y Osvaldo Lagos
Facultad de Derecho UAI

SQUEEZE OUT (art. 71 bis LSA)

Profs. Guillermo Caballero/Osvaldo Lagos

IDEA: PAGAR AL MINORITARIO UN PRECIO JUSTO POR SUS ACCIONES

IMPLEMENTACIÓN CORRECTA EN EL DISEÑO ORIGINAL:

- si hubo OPA previa, precio es el más alto ofertado.
- si **NO** hubo OPA previa, precio es determinado por evaluador independiente, fiscalizado CMF y con posibilidad accionistas vendedores de impugnar ante árbitro.

INDICACIONES AGREGAN UNA (INCORRECTA) TERCERA FORMA CÁLCULO: el valor de libros

Valor de libros es un **pésimo** criterio de valoración de las acciones: puede subestimar o sobreestimar.

Se pierde la racionalidad de la norma

RECOMENDACIÓN: eliminar la forma de cálculo conforme al valor de libros

BUSINESS JUDGEMENT RULE (art. 41 LSA)

Profs. Guillermo Caballero/Osvaldo Lagos

IDEA: EVITAR QUE LOS DIRECTORES SE VUELVAN EXCESIVAMENTE AVERSOS AL RIESGO

PROBLEMA EN LA REDACCIÓN:

1) Incorpora las características que la literatura atribuye a la BJR como requisitos de la norma.
2) Exige que la decisión sea razonable (un estándar que no tiene tradición en el derecho chileno y podría llegar a considerarse equiparable a la culpa leve)

EFECTO INDESEADO:

1) Los requisitos que exige la regla pueden ser entendidos en el Derecho chileno como circunstancias que el director o ejecutivo debe demostrar para quedar amparado por la BJR. Queda en peor posición que con la regla actual.
2) Son muchos: buena fe, información razonablemente suficiente, convicción razonable de actuar en beneficio del interés social.
3) El estándar de razonabilidad puede ser muy exigente; la jurisprudencia de Delaware exige racionalidad (mucho menos exigente, podría equipararse a culpa grave).

RECOMENDACIÓN: simplificar la redacción: exigir solamente decisión informada. Los demás requisitos se presumen (buena fe) o se derivan del resto de la regulación (ausencia de conflicto de intereses).

SERIES PREFERENTES DE ACCIONES Y ACCIONES CON VOTO MÚLTIPLE (art. 20 LSA)

Profs. Guillermo Caballero/Osvaldo Lagos

IDEA: EVITAR QUE EL EMPRESARIO QUE SALE A LA BOLSA PIERDA EL CONTROL

PROBLEMA DE LA REGLA:

1) Establece una estructura de control minoritario que fue problemática en el pasado (casos Chispas y Campos son antecedente de la limitación de 5 años actualmente vigente). También la serie preferente en el control es antecedente en el caso Cascadas (la estructura de serie preferente se mantuvo porque era anterior a la ley que introdujo el límite) .
2) La literatura justifica que estas estructuras son riesgosas.
3) La evidencia empírica demuestra que el beneficio para la sociedad de tener a un empresario/controlador con una "visión idiosincrática" decrece con el tiempo y el costo para la valoración de la sociedad supera sus beneficios después de 7 a 10 años.

RECOMENDACIÓN: Imponer un límite de 10 años para las preferencias en el control de una sociedad anónima abierta.

OPERACIONES CON PARTES RELACIONADAS (art. 147 LSA)

Profs. Guillermo Caballero/Osvaldo Lagos

IDEA: REGULAR TRANSACCIONES CON CONFLICTOS DE INTERESES SIN PROHIBIRLAS

PROBLEMA DE LA REGLA:

1) El proyecto MK 4 original disminuyo el quórum de aprobación a mayoría simple y luego volvió a dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto. Ninguna de las dos opciones es conveniente.
2) La rigidez del quórum de 2/3 determina que un controlador con conflicto de intereses pueda aprobar por sí mismo la operación, cuando tiene más de ese porcentaje de acciones, lo que ocurre en muchos casos.
3) Pero si tiene menos de 2/3, se puede ver impedido de aprobar una decisión en beneficio del interés social (por ejemplo, un crédito del controlador para financiar a una sociedad en apuros, como en el caso Andacor).

RECOMENDACIÓN: Establecer que, si el controlador aprueba la transacción con sus votos, tendrá la carga de la prueba de justificar que la decisión fue en beneficio del interés social (regla *entire fairness* del derecho estadounidense).

ÁMBITO DE LA REFORMA

Profs. Guillermo Caballero/Osvaldo Lagos

IDEA: DAR LIQUIDEZ AL MERCADO DE CAPITALES

luego, la reforma sólo debería aplicarse a las sociedades anónimas **abiertas y especiales**.

Si la reforma comprende (también) a las sociedades anónimas **cerradas** es probable se generen consecuencias indeseadas (alteración de los equilibrios contractuales pactados entre los accionistas), pero en ningún caso se va a aumentar la liquidez del mercado de capitales

RECOMENDACIÓN

explicitar que la reforma aplica solamente a las sociedades anónimas abiertas y especiales