# Minuta sobre la reforma del mercado de capitales

Mi evaluación de las modificaciones a la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas (LSA), la Ley N° 20.712, conocida como Ley Única de Fondos (LUF), y la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores es favorable. El proyecto amplía las alternativas de organización y financiamiento y reconoce las condiciones bajo las cuales deben evaluarse las decisiones de negocios. Propongo profundizar esa orientación, especialmente en la autonomía estatutaria, y ajustar disposiciones que podrían limitar sus efectos o generar incertidumbre en su aplicación.

Esta minuta desarrolla los dos ejes centrales de mi exposición:

(a) la libertad contractual en la sociedad anónima y
(b) la regla de juicio de negocios.

Su segunda parte reúne observaciones específicas y propuestas para la discusión legislativa. El análisis se refiere al texto aprobado por la Cámara de Diputados y comunicado al Senado mediante Oficio N° 21.696, de 27 de octubre de 2026.

La perspectiva que expongo se apoya en mi experiencia en la Superintendencia de Valores y Seguros, entre 1997 y 2007, y en el ejercicio profesional en mercado de capitales, regulación financiera y gobierno corporativo. Soy abogado de la Universidad de Chile, máster en Derecho y Finanzas de la Universidad de Frankfurt, docente y coautor de un manual práctico para directores de sociedades anónimas.

## I. Fundamentos de la reforma

### 1. Libertad contractual y acceso al mercado de capitales

La sociedad anónima necesita un espacio significativamente mayor de libertad contractual. Por razones históricas y, a mi juicio, por una comprensión insuficiente de su dimensión contractual, la legislación ha tendido a definir imperativamente aspectos de su organización que podrían ser acordados por quienes aportan el capital. Ello reduce la posibilidad de adaptar los estatutos a empresas, proyectos e inversionistas con necesidades diferentes.

Las reglas sobre información y lealtad son indispensables para la confianza en el mercado. Sin embargo, cada restricción a la autonomía debe justificar su utilidad y su costo. La existencia de un riesgo no demuestra, por sí sola, que la respuesta más eficiente sea prohibir un acuerdo que los inversionistas podrían conocer, valorar y aceptar.

Si un mercado de capitales profundo puede ofrecer financiamiento eficiente, especialmente a empresas que necesitan recursos para crecer e innovar, la regulación debería facilitar su acceso. Una empresa compara las condiciones de financiamiento disponibles y el costo de abrirse a bolsa. Entre esos costos está la necesidad de renunciar a una estructura de gobierno que sus fundadores e inversionistas consideran adecuada para desarrollar el proyecto.

Para determinadas empresas puede ser relevante captar capital sin perder la continuidad de una estrategia de largo plazo. Para ciertos inversionistas puede ser atractivo participar económicamente bajo esas condiciones, siempre que conozcan la distribución de derechos y cuenten con protección frente al abuso. Por ello, la reducción de supermayorías, el voto múltiple, las preferencias permanentes, la flexibilización de las recompras y los mecanismos de salida responden a una orientación común: permitir relaciones societarias más adaptables.

Las estructuras de Anthropic y SpaceX ilustran esa diversidad. En Anthropic, la clase F atribuye a una entidad de los fundadores el 50,1% del poder de voto en las materias sometidas generalmente a los accionistas; la clase T permite al Long-Term Benefit Trust elegir una mayoría del directorio, conforme a sus reglas estatutarias. En SpaceX existen acciones con un voto, acciones con diez votos y una clase sin voto, salvo las excepciones legales. [4–5]

Una sociedad constituida en Chile bajo la LSA vigente no podría reproducir íntegramente esas estructuras, atendidas, entre otras restricciones, la prohibición del voto múltiple y la limitación temporal de las preferencias. El proyecto comienza a levantar esas barreras. Estos ejemplos muestran que existe demanda por contratos societarios diferentes; no implican que una estructura determinada sea siempre conveniente ni que la libertad estatutaria explique por sí sola el éxito financiero de esas empresas.

Chile compite por atraer emisores con mercados de mayor profundidad y liquidez. Las aperturas bursátiles dependen de múltiples factores, pero las restricciones legales son uno de aquellos sobre los cuales el legislador puede actuar directamente. Una menor capacidad de reunir financiamiento difícilmente puede compensarse imponiendo mayores rigideces a la organización de la empresa.

## 2. Quórums y autonomía estatutaria

La rebaja de los quórums del artículo 67 LSA constituye un avance relevante. El proyecto sustituye la exigencia de dos tercios por, al menos, la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto para las materias allí enumeradas. La mayoría absoluta significa más de la mitad; no equivale a un porcentaje fijo de 50,1%.

No obstante, el porcentaje y la base de cálculo son decisiones distintas. En una sociedad con cien acciones, si concurren sesenta y cuarenta y cinco aprueban una propuesta, existe una mayoría de 75% las acciones presentes, pero no de las emitidas. La inasistencia incide así en el resultado sin que los accionistas ausentes hayan manifestado oposición. Votan en contra, en la práctica, no sólo los que votan en contra, sino los que no fueron, los fallecidos, los que olvidaron que tenían acciones, los que fueron y se abstuvieron.

Propongo ampliar el espacio para que los estatutos definan estas reglas y considerar, como criterio general, las acciones presentes o representadas. Debe distinguirse esta solución de computar únicamente los votos válidamente emitidos: ambas reglas tratan de manera diferente las abstenciones. Si se flexibiliza la base de cálculo, corresponde revisar especialmente la constitución en segunda citación, para evitar que una participación ínfima pueda decidir modificaciones estructurales.

Las decisiones que afecten derechos de una serie, involucren intereses contrapuestos o alteren sustancialmente la inversión pueden justificar protecciones específicas, como aprobaciones por clase, acuerdos de accionistas desinteresados y derechos de retiro. Esas protecciones permiten atender el riesgo concreto sin imponer necesariamente la misma solución a todas las sociedades y decisiones.

También propongo revisar la transición para las sociedades existentes. El artículo vigésimo quinto transitorio permite adoptar determinadas rebajas mediante una reforma aprobada por dos tercios de las acciones emitidas con voto, pero limita esa opción a seis meses. Si el acuerdo de dos tercios protege las expectativas de los accionistas actuales, no se advierte por qué ese mismo acuerdo debería dejar de ser suficiente una vez transcurrido el plazo. La opción de adaptación debiera mantenerse abierta.

Finalmente, una mayoría reforzada pactada en los estatutos debe ser confiable: su supresión o rebaja debiera exigir esa misma mayoría. La sección 242(b)(4) de la legislación de Delaware ofrece una referencia útil. La comparación no supone que allí todas las reformas se aprueben por mayoría de asistentes; la sección 242(b)(1) mantiene, como regla y con excepciones, una mayoría de las acciones en circulación con derecho a voto.

## 3 Regla de juicio de negocios y decisiones bajo incertidumbre

Apoyo especialmente la incorporación de la regla de juicio de negocios en el artículo 41 LSA y en el artículo 17 de la Ley Única de Fondos. Una decisión puede adoptarse diligentemente y producir pérdidas; también puede generar utilidades pese a haber sido imprudente. El resultado económico no permite, por sí solo, establecer la calidad de la conducta.

La evaluación posterior está expuesta a dos sesgos. El sesgo retrospectivo lleva a considerar más previsible un resultado una vez que ya se conoce. El sesgo de selección surge porque las decisiones que llegan a litigio o investigación suelen ser aquellas que terminaron mal. Si sólo se observan esos casos, se corre el riesgo de confundir la materialización de un riesgo con una prueba de negligencia.

Esa incertidumbre sobre la responsabilidad puede inducir una adopción insuficiente de riesgos. Un director que anticipa que cada pérdida servirá para reconstruir una infracción del deber de cuidado tendrá incentivos para evitar proyectos convenientes para la sociedad. Las oportunidades perdidas por exceso de cautela también pueden perjudicar el interés social, aunque ese costo resulte menos visible que una inversión fallida. En los fondos, el riesgo debe apreciarse conforme a los objetivos y límites comprometidos con los aportantes.

El proyecto considera satisfecho el deber de cuidado cuando el director adopta una decisión de negocios en la que no tiene interés, actúa de buena fe, cuenta con información razonablemente suficiente y tiene la convicción razonable de obrar en el interés social o en el mejor interés del fondo. La apreciación de su conducta al tiempo de decidir es un elemento esencial de esa protección.

La expresión “información razonablemente suficiente» permite exigir un proceso serio sin suponer que toda decisión debe esperar a reunir toda la información imaginable. Su suficiencia debe apreciarse atendiendo a la naturaleza y complejidad del asunto, la magnitud de la exposición, los riesgos identificables, el costo y tiempo de obtener antecedentes y las señales de alerta que debían investigarse.

El informe de Fernando Atria preparado para la SVS el 5 de febrero de 2010, denominado Los deberes de los directores de sociedades anónimas frente al régimen general de responsabilidad, expresa adecuadamente este enfoque al situar el análisis en las “condiciones procedimentales de adopción: verificar que los directores hayan actuado de buena fe, sin conflictos de interés y tras haberse informado debidamente». [7]

La recepción legal de esta regla cuenta con antecedentes en sistemas continentales. España regula la protección de la discrecionalidad empresarial en el artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital; Alemania contempla una regla sobre decisiones empresariales en el § 93(1) de la Aktiengesetz. Sus formulaciones no son idénticas, pero ambas reconocen la necesidad de delimitar la revisión de decisiones adoptadas bajo incertidumbre. [8–9]

La protección propuesta conserva los deberes de lealtad, vigilancia y cumplimiento normativo. No ampara la infracción de la ley ni reemplaza las reglas sobre conflictos de interés. Si falta alguno de sus presupuestos, corresponde examinar la responsabilidad conforme al régimen aplicable; la ausencia de protección no prueba automáticamente una actuación negligente ni su relación causal con el perjuicio.

En la LUF debe preservarse la referencia al mejor interés del fondo y la correspondencia entre funciones y responsabilidad. Esa exigencia adquiere especial relevancia al distinguirse la administradora, el gestor de inversiones y los prestadores de servicios. Cada sujeto debe responder por los deberes que le corresponden, con reglas comprensibles para los aportantes y coherentes con la especialización que la reforma busca permitir.

# II Observaciones específicas y propuestas

Las observaciones siguientes complementan los fundamentos anteriores. La descripción de cada modificación se limita a los antecedentes necesarios para identificar el ajuste propuesto.

## 1. Alcance de la reducción de quórums

**Disposiciones:** artículo décimo sexto del proyecto y artículo vigésimo quinto transitorio; artículos 2, 24, 25, 27 A, 67, 79 y 116 LSA.

La reforma no elimina todas las supermayorías. Aunque suprime el número 16 del artículo 67, subsisten las reglas especiales de los artículos 44 y 147 sobre operaciones con partes relacionadas. El artículo 147 número 4 conserva la aprobación por dos tercios de las acciones emitidas con voto.

El artículo 79 propone sustituir la unanimidad requerida para apartarse del dividendo mínimo por dos tercios de las acciones emitidas y mayoría absoluta de las emitidas que no pertenezcan al controlador. Es una forma de flexibilizar la decisión conservando una aprobación específica de los accionistas externos al control.

Además de ampliar la autonomía estatutaria y mantener abierta la adaptación de sociedades existentes, propongo coordinar expresamente el régimen transitorio del artículo 67 con el nuevo quórum del artículo 27 A para programas de recompra. Este último no aparece en la misma enumeración transitoria. También debe quedar resuelta la mayoría necesaria para modificar las cláusulas estatutarias que establezcan quórums reforzados.

## 2. Compra forzosa y derecho de venta al controlador

**Disposiciones:** artículo décimo sexto, números 19 y 20; artículos 71 bis y 71 ter LSA.

El proyecto reduce el umbral de más del 95% a más del 90% de las acciones de una sociedad anónima abierta y establece un mecanismo legal de compra forzosa por el controlador, denominado squeeze out, junto con el derecho recíproco del minoritario a exigir la compra de todas sus acciones, denominado sell out. El porcentaje se refiere a acciones, no al poder de voto. El precio será de cargo del controlador, a diferencia del retiro actualmente exigible a la sociedad.

En la vía general, la compra forzosa requiere mantener el porcentaje durante tres meses desde la recepción de la información por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Su precio corresponde al mayor entre la tasación independiente, el precio previo relevante pagado u ofrecido en los términos legales y el valor libro, con los reajustes e intereses previstos. El depósito bancario previo del precio total es condición para perfeccionar la compra.

Existe una vía especial si el porcentaje se alcanza mediante una OPA por la totalidad de las acciones y se adquiere al menos un 15% de las acciones a no relacionados. En ese supuesto rigen el precio y el plazo especial vinculados a la OPA, sin la nueva tasación ni la impugnación de valoración de la vía general. Por ello, no debe extenderse a esta hipótesis la regla del mayor de los tres valores.

Apoyo la reciprocidad entre compra forzosa y derecho de salida, así como la asignación del costo a quien concentra la propiedad. Para perfeccionar el equilibrio del mecanismo, propongo los siguientes ajustes:

- **Inversiones preexistentes.** Examinar una transición para acciones adquiridas sin una cláusula estatutaria de compra forzosa. La reducción del umbral y la habilitación legal deben evaluarse conjuntamente con la proporcionalidad, la compensación y las garantías procesales.
- **Valoración.** Expresar inequívocamente el valor libro por acción y el tratamiento de las distintas series; coordinar los plazos de vigencia de las tasaciones de los artículos 71 bis y 71 ter.

- **Impugnación.** Precisar los efectos de una reclamación interpuesta después del perfeccionamiento y el alcance de la suspensión. El texto admite impugnar hasta treinta días después de la compra y contempla suspensión por cuestionamientos a la valoración del informe independiente, lo que exige una coordinación temporal clara.
- **Tutela efectiva.** Aclarar la relación con el artículo 125 LSA y asegurar que el minoritario pueda ejercer y cobrar efectivamente su derecho. La tasación y el pago previo son resguardos relevantes, pero no resuelven por sí solos todas las objeciones relativas a una transferencia forzosa.

## 3. Precisiones a la regla de juicio de negocios

**Disposiciones:** artículo décimo sexto número 14 y artículo noveno número 7; artículos 41 LSA y 17 LUF.

Propongo conservar la expresión “información razonablemente suficiente» y, si se estima necesaria una precisión, vincularla a factores identificables: naturaleza y complejidad de la decisión, magnitud de la exposición, riesgos, tiempo disponible y señales de alerta. Una referencia circular a la información que habría obtenido un director diligente agregaría poca certeza.

La exigencia de ausencia de interés debe coordinarse con las reglas sobre conflictos, abstención y operaciones relacionadas. La existencia de interés excluye la protección especial en sus términos, pero no convierte automáticamente al director en negligente ni a la operación en ilícita. Tampoco debiera identificarse indiscriminadamente ese interés con la sola relación del director con quien contribuyó a elegirlo, sin examinar el asunto concreto.

En el artículo 17 LUF, la nueva oración se refiere expresamente a los directores, aunque el deber general comprende también a la administradora, gerentes, administradores y ejecutivos principales. El artículo 102 no recibe una regla equivalente para el gestor. Propongo mantener la coherencia de la Ley de Sociedades Anónimas en esta materia, de manera que la regla de juicio de negocios se entienda aplicable no únicamente a los directores de las AGFs, sino también a sus gerentes y ejecutivos principales, eliminando por ejemplo las palabras “los directores” en la última oración del primer inciso del artículo 17 aprobado por la Cámara de Diputados.

## 4. Recompra de acciones

**Disposiciones:** artículo décimo sexto, números 10 a 13; artículos 27, 27 A, 27 B y 27 C LSA.

La recompra permite ajustar la estructura de capital, devolver recursos y ejecutar planes de compensación. El proyecto elimina el límite ligado a utilidades retenidas, eleva del 5% al 15% las acciones propias que pueden mantenerse en cartera y suprime el tope legal diario del 25% previsto en el actual artículo 27 B. Amplía los canales de adquisición e incrementa el plazo de tenencia a cinco años y a diez años para compensaciones. Son flexibilizaciones relevantes.

La junta conserva la definición de los recursos máximos, porcentaje de capital, objetivos y duración del programa. Las acciones propias siguen excluidas del quórum y de los derechos de voto, dividendos y preferencia. La mayor flexibilidad debe acompañarse de resguardos proporcionados, para lo cual propongo:

- **Solvencia y liquidez.** Exigir una evaluación documentada del efecto del programa sobre la capacidad de atender obligaciones, especialmente al desaparecer el límite de utilidades retenidas.
- **Control y negociación.** Considerar el aumento relativo de la participación de quienes no venden y la reducción de acciones disponibles para transacción. Si un accionista conserva 45 de 100 acciones y la sociedad recompra 15 a los demás, su peso sobre los votos restantes pasa a aproximadamente 52,9%. El tratamiento de ese efecto debe coordinarse con las reglas de control y OPA.

- **Ejecución.** Graduar las exigencias de transparencia, precio, volumen y ejecución según la liquidez y los riesgos. La eliminación del límite legal diario no altera las prohibiciones sobre manipulación e información privilegiada.
- **Reventa y compensaciones.** Coordinar la adquisición mediante sistemas alternativos con la obligación de vender siempre en bolsa, y esta última con la ejecución de planes de compensación. La regulación debe permitir utilizar efectivamente las alternativas que autoriza.

## 5. Voto múltiple y preferencias permanentes

**Disposiciones:** artículo décimo sexto, números 6 y 7; artículos 20 y 21 LSA.

La autorización de preferencias temporales o permanentes, voto múltiple y preeminencia en el control amplía las alternativas para captar capital. Los estatutos podrán disponer el cómputo de los votos múltiples para los quórums de constitución y las mayorías. En operaciones relacionadas de los artículos 44 y 147 y en la elección del director independiente del artículo 50 bis, cada acción conferirá un solo voto.

Apoyo la posibilidad de ofrecer estas estructuras con información clara sobre los derechos económicos y políticos. Una preferencia permanente no equivale a un derecho jurídicamente inmodificable. Los inversionistas pueden valorar la continuidad del control y, a la vez, pactar condiciones de conversión o caducidad acordes con el proyecto que financian.

La introducción posterior de preferencias exige especial atención a los derechos existentes: aprobaciones societarias, acuerdos de las series afectadas y derecho de retiro cuando corresponda. La libertad de definir las condiciones iniciales de inversión debe coexistir con la protección frente a modificaciones abusivas de esas condiciones.

Propongo asegurar la coherencia entre voto múltiple, quórums, elección de independientes y régimen de OPA. El proyecto exige un trato económicamente equivalente entre series con voto e impide atribuir un mayor precio a la sola preeminencia en el control o al voto múltiple. La metodología de la CMF deberá considerar los derechos económicos de cada serie y proporcionar criterios previsibles para esa equivalencia.

## 6. Gestores de inversiones y prestadores de servicios

**Disposiciones:** artículo noveno; especialmente artículos 13, 15 a 17, 20, 21, 48, 56, 74 y 95 a 103 LUF.

La regulación vigente permite externalizar actividades, pero mantiene indelegable la responsabilidad por la administración. El proyecto distingue funciones y responsabilidad de la administradora general de fondos (AGF), del gestor de inversiones y de determinados prestadores fiscalizados. Esa especialización puede reducir barreras de entrada y costos fijos, permitiendo que equipos de inversión utilicen infraestructura administrativa y de control compartida.

El gestor deberá inscribirse en el Registro de Administradoras de Carteras y sujetarse al Título II de la LUF, cualquiera sea el número de mandantes o monto administrado. El reglamento interno identificará su designación y el contrato delimitará la cartera y facultades. No podrá subdelegar la gestión. Su remuneración podrá ser de cargo del fondo si el reglamento lo establece expresamente.

La responsabilidad propia de los prestadores del artículo 15 exige que se trate de entidades fiscalizadas determinadas por la CMF y que se cumplan las condiciones legales y normativas. La enumeración incluye auditoría interna, contabilización, valorización, gestión de riesgos y control interno. Varias de estas funciones integran el sistema de control; no son simples tareas administrativas de back office. La contratación ordinaria de servicios externos no libera a la AGF de responsabilidad frente al fondo y los aportantes.

## 7. Artículo 169 de la Ley de Mercado de Valores

**Disposición:** artículo décimo quinto número 6 del proyecto.

El texto aprobado por la Cámara de Diputados avanza en un objetivo compartido: que las decisiones de inversión se adopten en forma separada, independiente y autónoma, extendiendo esta exigencia a las administradoras de fondos y a los gestores de inversión. Con el ánimo de contribuir a su discusión, se plantean algunos aspectos que podrían complementarlo, en favor de la certeza jurídica y de una aplicación uniforme por parte de los regulados y de la CMF.

**1. Un concepto único de actividades de inversión.** Las actividades sujetas a la exigencia se describen con fórmulas distintas en cada inciso, y el inciso segundo no menciona la mantención de instrumentos. Definirlas una sola vez —recepción de órdenes, asesoría y decisiones de adquisición, mantención o enajenación— daría uniformidad al artículo. Podría además preferirse la expresión “asesoría de inversión», acorde con la legislación vigente, a la de “asesoría financiera», de alcance más amplio.

**2. Un objeto homogéneo.** El inciso primero alude a “instrumentos» y el segundo a “valores de oferta pública». Uniformar el objeto evitaría que una misma conducta reciba un tratamiento distinto según la entidad que la realiza, y que inversiones relevantes de los fondos queden fuera del alcance de la norma.

**3. Un régimen común y sujetos precisos.** Los incisos primero y segundo establecen reglas paralelas, con alcances diferentes en cuanto a actividades, objeto y entidades frente a las cuales se exige independencia. Una regla única para inversionistas institucionales, intermediarios de valores, administradoras generales de fondos y gestores de inversión facilitaría su interpretación. Contribuiría también identificar expresamente a las administradoras generales de fondos —la sola voz “administradora” admite otras lecturas— y vincular la noción de gestor de inversiones con su regulación en la Ley N° 20.712.

**4. Frente a quiénes se exige la independencia.** El inciso primero admite leerse como una exigencia de separación entre actividades de una misma entidad. Sería útil aclarar que la independencia se exige respecto de otras entidades, y ponderar si debe extenderse más allá de las personas relacionadas, ya que el riesgo de coordinación de decisiones no se circunscribe a ellas.

**5. Gestión de varios fondos, mandatos delegados y asesoría a clientes.** Convendría precisar que la exigencia no impide a una administradora o a un gestor adoptar decisiones coordinadas respecto de los distintos fondos o carteras que gestiona, incluidos los mandatos de gestión que otras entidades le hayan delegado, ni integrarlas con la asesoría que presta a sus propios clientes. La excepción actual, limitada a la comercialización de fondos propios, podría ampliarse en ese sentido, dando certeza a modelos de negocio habituales que el proyecto no busca restringir.

**6. Resguardos integrados al marco vigente.** El inciso final se centra en la prevención del uso de información privilegiada. Podría complementarse con una referencia general a los deberes de reserva y a las obligaciones de prevención y gestión de conflictos de interés ya aplicables a estas entidades, integrando así la exigencia de independencia con el marco existente.

Estas precisiones no alteran el propósito del texto aprobado; buscan reforzar su coherencia interna, su certeza jurídica y la eficacia de su supervisión.