

## POSIBLES MEJORAS AL PROYECTO DE PROFUNDIZACION DEL MERCADO DE CAPITALES

- Desde marzo pasado está siendo discutido en el Congreso el proyecto de ley de modernización del mercado de capitales, el cual incluye modificaciones a las leyes que regulan a las AFPs, Compañías de Seguros, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión y al Mercado de Valores en general.
- Los cambios propuestos apuntan básicamente a flexibilizar las alternativas de inversión de los inversionistas institucionales, a posibilitar mayores niveles de diversificación, a perfeccionar la regulación de conflictos de interés, a readecuar los requerimientos de capital y a incorporar algunas innovaciones financieras.
- En términos generales, se puede sostener que el proyecto en análisis es positivo, necesario y representa un conjunto sólido de propuestas. Sin embargo, también incluye modificaciones que son excesivas o inapropiadas que deben ser corregidas.
- El objetivo de este documento es justamente precisar estas modificaciones que se consideran excesivas o inapropiadas, así como también las deficiencias que contiene el proyecto y las indicaciones que se le han hecho en la Cámara de Diputados a la fecha.
- El perfeccionamiento del mercado de capitales es una labor clave para dinamizar el proceso de desarrollo económico. Por ello es importante preocuparse de que el proyecto sea mejorado mientras enfrenta el proceso legislativo, para lo cual es recomendable proponer las indicaciones que habría que hacerle y no sólo criticarlo.
- En cualquier caso, se debe tener presente que las reformas en discusión sólo se ocupan de los agentes financieros no bancarios, por lo que tendrán que complementarse en un futuro cercano con una modificación similar a la Ley de Bancos, para efectos de que la modernización abarque al mercado de capitales en su totalidad.

## Antecedentes generales

1 Después de un largo período de trabajo (cerca de 2 años) el Poder Ejecutivo entregó finalmente al Congreso a fines de enero recién pasado un proyecto de ley de modernización y profundización del mercado de capitales, el cual incluye modificaciones a la Ley N° 18.045 de 1981 (Ley de Valores), el Decreto Ley N° 1.328 de 1975 (Ley de Fondos Mutuos), la Ley N° 18.045 de 1989 (Ley de Fondos de Inversión), al Decreto Ley N° 3.500 de 1980 (Ley de AFP), el Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931 (Ley de Compañías de Seguros) y a otras materias relacionadas con el fortalecimiento de las instituciones fiscalizadoras de los agentes financieros anteriores.

2 Este proyecto de ley entró formalmente al Congreso a principios de marzo con carácter de "simple urgencia", y se espera que esté, al menos, hasta principios de junio en la Cámara de Diputados y otro mes más en el Senado, por lo que no podrá ser aprobado en ningún caso antes de julio próximo.

3 Si bien las reformas sugeridas son muy amplias y requieren de un análisis detallado, se puede decir que, en general, son positivas, necesarias y representan una propuesta sólida que apunta en la dirección correcta. Sin embargo, también incluyen algunas modificaciones que son excesivas o inadecuadas que deben ser corregidas.

4 El objetivo de este documento es justamente precisar las deficiencias y los aspectos negativos que contiene el proyecto y proponer formas alternativas para manejar los problemas que éstos buscan resolver o minimizar. Asimismo, interesa analizar las indicaciones que se le han hecho al proyecto en la Cámara de Diputados a la fecha.

## Ley de Valores

5 Las modificaciones propuestas a la Ley de Valores básicamente apuntan a profundizar la regulación de los conflictos de intereses (por el uso de información privilegiada), definir o completar las normas referentes a nuevos instrumentos de inversión, fortalecer la clasificación privada de riesgos y el rol de los representantes de tenedores de bonos, y establecer el tratamiento de las cámaras de compensación.

6 Puntualmente una de las normas sobre conflictos de intereses que es más discutible es aquella que prohíbe a las personas relacionadas con las Sociedades Intermediadoras de Valores (Corredoras de Bolsa y Agencias de Valores) ser directores de Sociedades Anónimas

(S.A.). En efecto, si bien se entiende que el objetivo de esta medida es evitar que los directores de tales instituciones relacionados con Sociedades Intermediadoras de Valores hagan uso, para beneficio propio o de sus clientes, de la información privilegiada que obtengan en su calidad de directores, cabe preguntarse cuál es la forma más apropiada para lograr dicho objetivo.

Básicamente se pueden adoptar normas preventivas como la prohibición propuesta o bien normas punitivas que penalicen las conductas indebidas. Evidentemente lo más fácil son las normas preventivas, pero éstas normalmente tienen costos asociados. En este caso, el principal sería el impacto negativo que tendría en la actividad de Intermediación de Valores la salida de personas y empresas que hoy se desempeñan eficientemente en esta industria, ya que la prohibición comentada, tal como se encuentra considerada en el proyecto, limitaría seriamente la participación en la actividad de Intermediación de Valores de los bancos y de los agentes, personas jurídicas o naturales, que participan en forma importante en la propiedad de S.A.

Ahora, para ver lo discriminatoria que es esta norma, cabría preguntarse si debiera diferenciarse el tratamiento aplicado a los directores que están relacionados con Sociedades Intermediadoras de Valores de los que no lo están. De hecho, ambos tipos de directores pueden efectuar transacciones de valores de las empresas en que son directores. Quizás la única diferencia es que los primeros pueden ser más influyentes en las transacciones que efectúen terceros. Además, no sólo los directores de Sociedades Anónimas pueden tener acceso a información privilegiada, sino que también otros agentes de mercado (ejecutivos, asesores de empresas, directores de bancos, etc.). Y algunos de estos agentes también pueden ser bien influyentes en las transacciones que efectúen terceros.

Luego, la verdad es que siendo rigurosos con la lógica aplicada al crear esta norma, habría que prohibir a mucha de la gente más capaz de este país ser directores de Sociedades Anónimas, lo cual, evidentemente, es absurdo.

Por esto es que es preferible optar por el camino de penalizar las conductas indebidas, pero no sólo de las personas relacionadas con las Sociedades Intermediadoras de Valores, sino que de cualquiera que haga uso de información privilegiada. Ello quizás no sea tan fácil, pero al igual como con los impuestos, hay que hacer que el riesgo de ser descubierto se sienta y que los casos probados de conductas indebidas sean públicos.

Ahora, si alguien no compartiera esta argumentación y estimara imprescindible establecer algún grado de separación entre la actividad de director de Sociedades Anónimas y la de Intermediación de Valores, existen otras alternativas de regulación que son menos perjudiciales que la norma propuesta. Una posibilidad sería, por ejemplo, no hacer efectiva la prohibición de ser director de Sociedades Anónimas a aquellos agentes que siendo propietarios de Sociedades Intermediadoras de Valores tienen una relación pasiva con las mismas y centrar la prohibición más en las personas que participan activamente en el manejo de inversiones en las Sociedades Intermediadoras de Valores. En forma complementaria, también podría darse la

posibilidad para que las Sociedades Intermediadoras donde hay directores de Sociedades Anónimas opten por no transar los valores de las empresas en que tienen directores o bien estos directores abandonen su calidad de tales para que la Sociedad Intermediadora transe dichos valores.

7 Las indicaciones que se han efectuado en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados respecto de esta materia desgraciadamente no han corregido los inconvenientes planteados. Por el contrario, se ha ampliado la prohibición de ser directores de Sociedades Anónimas que en el proyecto originalmente se aplicaba sólo a los socios, accionistas, administradores y directores, a los apoderados, gerentes y operadores de rueda de las Corredoras de Bolsa y Agencias de Valores.

Además, se incorporó la prohibición para que las personas con acceso a información clasificada como reservada por el directorio de una Sociedade Anónima transen valores de la misma mientras se mantenga dicha reserva. Esta disposición, que fue planteada por parte de la oposición como un mecanismo de regulación alternativo al de las prohibiciones, terminó siendo incluida en forma complementaria gracias a la mayoría que ostenta la Concertación en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados.

Luego, pareciera ser que la Concertación ha distanciado su posición con el objeto de ampliar su espacio de negociación para cuando se decida finalmente en el Senado cómo regular este tema.

8 Por otra parte, en lo que respecta a otras materias, se han agregado en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados una serie de otras indicaciones que corrigen deficiencias o agregan aspectos que no habían sido considerados en el proyecto original. Se incluyen, entre otras, aquellas que apuntan a la homologación de las categorías de riesgo en Chile y el extranjero, la posibilidad del uso de garantías para enterar márgenes en las operaciones con futuros y opciones, la clarificación de las características de las sociedades securitizadoras, la ampliación de los tipos de créditos susceptibles de ser securitizados y la posibilidad de que las bolsas de valores puedan tener acciones de distinta serie.

### **Ley de Fondos Mutuos**

9 Las modificaciones propuestas a la Ley de Fondos Mutuos apuntan básicamente a la ampliación de las posibilidades de inversión de estos agentes por la vía de permitirles efectuar inversiones en el extranjero y participar en mercados de futuros y opciones.

10 Técnicamente estas modificaciones resultan ser muy apropiadas. No obstante, se considera un error el hecho que se esté limitando la inversión en el extranjero a un máximo de un 10% del valor de cada fondo (una indicación subió posteriormente este valor al 30%). En efecto, la experiencia internacional indica que lo que se requiere es la existencia de fondos mutuos que se especialicen en la inversión en el extranjero (ya sea en un sector, continente, zona o país) y no de fondos mutuos que inviertan parcialmente en el extranjero.

### **Ley de Fondos de Inversión**

11 Los ajustes aplicados a la Ley de Fondos de Inversión postulan la redefinición de los distintos tipos de fondos, incluyéndose un nuevo tipo de fondo orientado a la "securitización" de créditos. También se propone flexibilizar las alternativas de inversión y perfeccionar los requisitos de diversificación, así como resguardar más los aspectos relacionados con conflictos de intereses.

12 Al igual que en los fondos mutuos, estas modificaciones son apropiadas en la medida que resuelven varios de los inconvenientes (algunos de los cuales se relacionan con los mecanismos de clasificación de riesgo, giro de los fondos, transacciones con empresas relacionadas, etc.) que estaban impidiendo un desarrollo más vigoroso por parte de este tipo de inversionistas institucionales.

13 Además, algunos detalles en que el proyecto postulaba restricciones excesivas (p. e. plazos muy breves para colocación de las cuotas e inversión de recursos obtenidos, imposibilidad para participar en la realización de proyectos de desarrollo inmobiliario, restricción para invertir en acciones de sociedades inmobiliarias comunes, etc.), han sido total o parcialmente corregidos con indicaciones efectuadas en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados.

14 Uno de los aspectos en que falta mayor precisión, sin embargo, son las causales y quórum requeridos para efectuar la sustitución de las sociedades administradoras de fondos de inversión.

### **Ley de Seguros**

15 Las modificaciones propuestas para las compañías de seguros se orientan al incremento de las posibilidades de inversión (se les autoriza a invertir en acciones de

Sociedades Anónimas de baja presencia bursátil y reciente cotización, futuros, opciones e instrumentos extranjeros), al establecimiento de requerimientos de capital en función de un nuevo sistema de margen de solvencia y a profundizar la regulación de los corredores y agentes de seguros.

16 Existe amplio consenso respecto a que las nuevas alternativas de inversión son positivas. En cambio, hay dudas en relación a la introducción del sistema de margen de solvencia, porque ya existen actualmente requerimientos de capital bastante exigentes, producto de las necesidades de constitución de reservas, límites de endeudamiento máximo y normas de calce de activos y pasivos en las compañías de seguros de vida. Además, de aplicarse este sistema, habría que hacer mayores precisiones en la ley respecto de los parámetros básicos sobre los cuales se determinará el margen de solvencia.

17 Por otra parte, si bien es válido el interés del legislador en evitar las prácticas indebidas que ocurren actualmente en la comercialización de seguros de rentas vitalicias, se considera inadecuada la prohibición establecida en el proyecto a que se entreguen incentivos en función del volumen de seguros intermediado por un corredor de seguros con una compañía. El problema que ocurre en este caso es que se está normando la actividad general de los corredores de seguros para resolver un problema que fundamentalmente afecta a los seguros de renta vitalicia. Afortunadamente, esta modificación sufrió una indicación por parte de los parlamentarios, la que hizo extensiva esta prohibición sólo para los seguros de renta vitalicia y no para los otros tipos de seguros. Sin embargo, la verdad es que los problemas existentes en la comercialización de las rentas vitalicias no han sido resueltos y se requieren medidas más fundamentales que no necesariamente son materia de la ley.<sup>1</sup>

### **Ley de AFP**

18 Las modificaciones propuestas a la Ley de AFP apuntan fundamentalmente a flexibilizar las alternativas de inversión de los fondos de pensiones en Chile y en el extranjero, posibilitar una mayor diversificación, profundizar la regulación de conflictos de interés, permitir a las AFPs incursionar en negocios en otros países, asignar mayor importancia a la clasificación de riesgo privada y establecer requerimientos de información de las políticas de inversión que siguen las AFPs con los Fondos que administran.

<sup>1</sup>Sobre este tema, véase Luis Hernán Paúl, "Vicios en el Proceso de Comercialización de Rentas Vitalicias y sus Posibles Soluciones", en *Serie de Documentos de Trabajo*, 165, octubre de 1991, Centro de Estudios Públicos.

19 Claramente las reformas al D.L. 3.500 son las que han provocado mayor discusión por la significativa importancia que tienen las AFPs en el desarrollo del mercado de capitales y en el mundo empresarial en general, y porque el proyecto contiene, junto con varios ajustes positivos, algunas modificaciones polémicas.

20 En particular, uno de los aspectos que han causado mayor conflicto ha sido la obligación de que las AFPs tengan un 30% o un mínimo de dos directores de una categoría especial que están sujetos a ciertas inhabilidades (básicamente tienen que ser personas independientes de la propiedad de la AFP y no ser directores, ejecutivos o empleados de otras instituciones financieras). Estos directores están obligados a pronunciarse sobre asuntos en que puedan existir conflictos de interés entre las AFPs y los afiliados y tienen definida una facultad/obligación curiosa para enviar/entregar información a la Superintendencia de AFP.

21 Esta modificación debe ser mirada en su contexto. En efecto, hay que tener presente que en la Concertación, tanto a nivel de la DC como en el PPD, se ha planteado en forma reiterada en los últimos años la posibilidad de que los afiliados sean quienes, de alguna manera (p. e. con juntas de vigilancia), controlen que las Administradoras no adopten, cuando enfrenten conflictos de interés, medidas que sean perjudiciales a los Fondos de Pensiones. Ello no parece ser una medida conveniente, ya que se trata de un problema de carácter técnico. Si los afiliados tuvieran que nominar personas para controlar conflictos de intereses podrían entrar en consideraciones políticas. En consecuencia, lo que está proponiendo el proyecto es reemplazar esa alternativa por una figura más técnica que son los directores especiales.

22 Además, cabe hacer presente que la figura de los directores independientes de la propiedad de las AFPs es una práctica que han ocupado varias AFPs desde hace muchos años con resultados positivos. También es una práctica que se utiliza con éxito en otros países, como Estados Unidos e Inglaterra, a nivel de todo tipo de empresas. Luego, pareciera que la idea en sí es buena. Sin embargo, la figura de los directores especiales que se propone en el proyecto tiene dos inconvenientes: el primero es que son directores de carácter obligatorio, y el segundo es que tienen una relación muy curiosa con la Superintendencia de AFP, la cual los hace ser muy diferentes respecto de los directores comunes. Ahora, como los directores especiales van a ser elegidos por los accionistas de las AFPs, el hecho de que sean obligatorios no es tan grave. En cambio, lo que sí es muy delicado y debe ser corregido es esta suerte de dependencia de los directores de la Superintendencia de AFP. Lo lógico sería que, tal como los demás directores, sean responsables por la labor de administración de los Fondos que cumplen las AFPs.

23 Una posibilidad que podría explorarse es la de que los directores especiales se asemejen más a la figura de los directores profesionales que existe en otros países (personas cuya actividad es básicamente la de ser directores de empresas). Claro, eso sí, que la figura de los directores profesionales no puede definirse por ley, pero sí puede darse a nivel práctico. El inconveniente de la independencia como único factor es que no necesariamente induce al control de los conflictos de intereses. Hay muchas personas que podrían ser directores independientes que, si se presentan problemas de conflictos de interés, no van a “armar olas” para no perder su directorio. En cambio, si además están en juego el prestigio y la imagen del director profesional (y en definitiva la posibilidad de mantenerse y/o acceder a otros directorios) los incentivos para desempeñar correctamente la labor de director especial son mayores.

24 Otro de los cambios que ha causado polémica es aquel que prohíbe que en las elecciones de directores en las sociedades donde mantienen inversiones accionarias los Fondos, las AFPs voten por personas relacionadas con ella o con el accionista controlador de la sociedad, así como tampoco por personas que tengan relaciones comerciales significativas con la sociedad.

25 Nuevamente esta modificación hay que mirarla considerando la presión que existe al interior de la Concertación para establecer mecanismos que traspasen parte del poder que hoy tienen las AFPs a sus afiliados o a las personas que éstos designen. Y claramente lo propuesto es mejor que esta alternativa.

26 Además, desde el punto de vista técnico, es beneficioso que las AFPs queden representadas en los directorios de las empresas donde mantienen inversiones accionarias por personas que sean independientes de los controladores de dichas empresas, lo cual, por cierto, no significa que los directores elegidos con los votos de las AFPs no puedan coincidir en la práctica con las opiniones y decisiones que sustenten los directores que representan al controlador, pero sí que tengan la facultad de adoptar una posición distinta cuando lo estimen conveniente.

27 Ahora, esta imposibilidad de votar por directores relacionados con los controladores debería obviarse cuando los Fondos tengan un porcentaje muy bajo de la propiedad de las empresas, ya que en tal caso la restricción impuesta podría llevar a las AFPs simplemente a perder la posibilidad de elegir un director.

28 Otro elemento que es curioso es la no inclusión de la autorización para que los Fondos de Pensiones puedan utilizar futuros y opciones. Ello resulta contradictorio con el objetivo perseguido de mejorar el manejo de las condiciones de riesgo y rentabilidad de las inversiones

de los Fondos. Sin embargo, el Poder Ejecutivo ha manifestado disposición para hacer una indicación, probablemente cuando el proyecto esté en el Senado, para incorporar una modificación al respecto.

29 Cabe hacer presente, en todo caso, que dadas las necesidades de cobertura de riesgo que tienen los Fondos, no sólo se requiere, como alguna gente cree, autorizar los futuros y opciones transados en los mercados internacionales, sino que también los futuros y opciones del mercado local, ya que los principales riesgos financieros que enfrentan los Fondos son justamente aquellos que sólo se van a poder cubrir en el mercado local.<sup>2</sup>

30 Por otra parte, se considera excesiva la prohibición que se ha establecido para que las Administradoras y las personas que participan en las decisiones de inversión de los Fondos no puedan comprar acciones ni otros instrumentos con mercados de baja profundidad en que puedan invertir los Fondos. Nuevamente, lo que se requiere en este caso es precisar las conductas indebidas (p.e. comprar o vender por cuenta propia adelantándose a las compras o ventas con los recursos de los Fondos) y penalizar fuertemente dichas conductas, lo cual supone no sólo un perjuicio pecuniario, sino también una pérdida de honra y prestigio profesional.

31 Finalmente, hay algunos aspectos en materia de límites de inversión que deben ser mejorados. En primer término, resulta absolutamente insuficiente el límite máximo del 10% del fondo (con un sublímite de 5% para el caso de las acciones) propuesto para las inversiones en el extranjero. Para lograr una diversificación razonable y no exponer a los futuros jubilados a que en un período recesivo experimenten rentabilidades negativas muy significativas es conveniente ampliar el límite a la inversión en el extranjero al 30% del Fondo en forma gradual en un período de 4 años.

32 También es necesario mirar con mayor detención algunos de los factores utilizados para determinar los límites de inversión en acciones. En particular, en lo que respecta al Factor de Activo Contable Depurado, se considera que éste refleja un concepto correcto, no obstante que los ponderadores que se utilizan para considerar las inversiones en acciones y derechos de empresas filiales y coligadas son demasiado bajos, con lo cual se penaliza excesivamente a las compañías que tienen inversiones en otras empresas, en circunstancias

<sup>2</sup>Ahora, dado el enorme tamaño que tienen las inversiones de los Fondos de Pensiones en relación al que podrían alcanzar los mercados de futuros y opciones en Chile, sólo será posible la cobertura de parte de los riesgos financieros que estos agentes enfrentan. Pero, claramente, es mejor que puedan cubrir parte de su riesgo y no que tengan que asumirlo plenamente como en la actualidad.

que ello puede ser, en ciertos casos, adecuado desde el punto de vista de estructura organizacional. En efecto, si bien lo ideal es que las filiales y coligadas se abran y obtengan financiamiento directo de las AFPs, la verdad es que no todas las empresas deben abrirse, ya sea por razones de impuestos, características de la industria, tamaño, etc.<sup>3</sup>

3.3 Asimismo, se considera recomendable que el Factor de Concentración que se utiliza para determinar los límites de inversión de los Fondos de Pensiones en acciones de sociedades no sujetas a lo dispuesto en el Título XII, no sea 0,3 fijo, sino que se calcule a base de la concentración efectiva que existe en estas sociedades.

3.4 A su vez, en lo que respecta al Factor de Liquidez, convendría que éste se definiera en forma más precisa, ya sea indicando su método de cálculo en la ley o bien estableciendo un reglamento para ello.

3.5 Por último, sería preferible que en el caso de los límites de inversión en instrumentos en que sólo está establecido un valor mínimo al límite máximo (por ejemplo para los fondos de inversión de desarrollo de empresas y las acciones de libre disposición), se fijen valores mínimos superiores a cero (por ejemplo, la mitad de los valores máximos indicados en el proyecto) o límites máximos únicos.

### Otras leyes

3.6 Cabe destacar como un elemento positivo el hecho de que dentro de las modificaciones planteadas en el proyecto se haya incluido la posibilidad de que el personal de las Superintendencias de AFP y de Valores y Seguros acceda a mejores remuneraciones. Este aspecto es clave para los efectos de combatir el éxodo de buenos profesionales que se ha visto en las superintendencias en el último tiempo. En efecto, hay que considerar que el desarrollo del mercado de capitales y la proliferación de nuevos instrumentos y nuevas instituciones financieras requiere de la existencia de superintendencias bien equipadas en materia de recursos humanos. Ahora, en algún momento, también va a ser necesario redefinir la estructura de las superintendencias, ya que éstas fueron pensadas cuando el mercado de capitales tenía una realidad bastante distinta a la actual.

<sup>3</sup> Por ejemplo, hay empresas forestales que por razones tributarias se organizan como sociedades de responsabilidad limitada y empresas del rubro alimentario que se mantienen cerradas para evitar entregar información competitiva.

## Comentarios finales

37 Más allá de las observaciones anteriores, es fundamental tener presente que el proyecto analizado es de gran importancia para el país, ya que permitirá continuar con el proceso de desarrollo del mercado de capitales, lo cual a su vez es un requisito indispensable para que la economía chilena se mantenga por la senda del crecimiento fuerte y sostenido. Por ello es necesario preocuparse de que el proyecto sea mejorado mientras enfrenta el proceso legislativo, para lo cual es recomendable centrarse en las indicaciones que hay que hacerle y no tanto criticarlo y oponerse a él.

38 Ahora, hay que tener presente, de todas maneras, que la reforma planteada sólo se ocupa de los agentes financieros no bancarios, por lo que tendrá que complementarse en un futuro cercano con una modificación similar a la Ley de Bancos, para efectos de que la modernización abarque al mercado de capitales en su totalidad.

Luis Hernán Paúl F.\*

\* Ingeniero Civil de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Master en Administración de Empresas de Massachusetts Institute of Technology (MIT). Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile e investigador del Centro de Estudios Públicos. Socio de Fontaine y Paúl Consultores Asociados.