



 nuam

# **AGENDA DE DESARROLLO DEL MERCADO FINANCIERO**

## **COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (CMF)**

### **PROPUESTAS PARA IMPULSAR EL MERCADO FINANCIERO EN CHILE**

**nuam**

Marzo, 2025

## ÍNDICE

Agradecimientos.	p.4
Introducción y eje de las propuestas.	p.4-8
<b>Eje: 1. Plataformas de negociación e infraestructura de mercado.</b>	<b>p.9-22</b>
1.1 Tratamiento regulatorio y contable de exposiciones de entidades habilitadas para ser agentes liquidadores de Entidades de Contrapartida Central (ECC).	p.9-13
1.2 Eliminación de obligatoriedad para mantener líneas de crédito bancarias – Requisito de liquidez.	p.13-16
1.3 Ampliación de horarios del sistema de pagos.	p.16-18
1.4 Fomento de liquidación local en USD.	p.18-22
<b>Ejes: 2. Profundidad del mercado de capitales, financiamiento de empresas de menor tamaño y promoción del ahorro.</b>	<b>p.23-39</b>
2.1 Cambio normativo: Ley sobre Impuestos a la Renta: Reforma para optimizar el mercado de capitales.	p.23-25
2.2 Propuesta de modificación normativa a los instrumentos de deuda de oferta pública.	p.25-27
2.3 Confirmar que las AFP se encuentran habilitadas para invertir en instrumentos extranjeros transados en ScaleX.	p.28-30
2.4 Dar claridad sobre la participación de las AFPs en fondos small-mid cap.	p.30-32
2.5 Modificación del Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones, Incorporando el Producto de Repos.	p.33-34
2.6 Modernización del marco normativo para la figura de promotores de liquidez.	p.34-36
2.7 Financiamiento Colectivo.	p.37-38
2.8 Mini-bonos: Del régimen simplificado para títulos de deuda	p.38-39
2.9 Modernización de la inscripción de valores en el Registro de Valores de la Comisión.	p.39
<b>Eje: 3. Gobiernos corporativos.</b>	<b>p.40</b>
3.1 Agilizar la aprobación de modificaciones de estatutos de las sociedades anónimas.	p.40
<b>Anexos.</b>	<b>p.41-47</b>
Anexo n°2.1	p.41-46
Anexo n°2.2	p.47

## **AGRADECIMIENTOS.**

El mercado financiero ha sido parte importante del crecimiento económico de los países, de las posibilidades de prosperidad para sus habitantes y la sociedad en general. Asimismo, su modernización y actualización a los nuevos tiempos es fundamental para que este ecosistema siga siendo parte angular de un futuro próspero para todos.

Desde nuam, agradecemos y felicitamos a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) por su apertura a recibir propuestas y trabajar día a día en generar mejoras sustanciales al mercado financiero en Chile.

Quedamos a total disposición de la Comisión para seguir participando en instancias posteriores que vayan en relación con abordar estas y otras propuestas que impulsen el desarrollo y crecimiento del mercado financiero en el país y, por consiguiente, en la región.

## **INTRODUCCIÓN Y EJE DE LAS PROPUESTAS.**

Durante la década de los '90 y los primeros 12 años de este siglo, Chile logró un crecimiento económico notable y en particular, logró multiplicar por tres el ingreso per cápita. Este período de rápido crecimiento vino acompañado de una expansión de su mercado de capitales de la mano de la consolidación de la industria de las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP), una definición de política pública y de regulación pro-mercado con las reformas MKI y MKII, el desarrollo de la industria de administración de fondos, una tributación amigable a las inversiones y un sector empresarial que supo aprovechar las oportunidades para crecer y expandirse internacionalmente, apalancado en las emisiones en el mercado de capitales.

Sin embargo, esta dinámica se ha frenado en los últimos años, así como la tasa de crecimiento de la economía. No obstante, gracias a lo construido, Chile cuenta con un sector financiero sofisticado y sólido, que, con los incentivos adecuados, estaría en capacidad de retomar una dinámica virtuosa en el mercado de capitales y en la economía.

Actualmente, el principal reto de la economía es retomar la senda de crecimiento y esto incluye asegurar la financiación de los grandes proyectos de infraestructura, minería, transición energética y logística, por una parte, y financiar a una nueva generación de emprendedores, con ideas y modelos de negocio innovadores y disruptivos, por la otra. Estos últimos, necesitan capital de riesgo, pero éste no se ha logrado conseguir localmente en las cuantías necesarias y menos aún, para las empresas en fase de escalamiento.

Hay tres elementos que queremos destacar y que creemos deberían ser parte del diseño de una agenda para retomar la senda de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales: la importancia del funcionamiento integral de todos los segmentos del

mercado; la necesidad de contar con firmas especializadas en ser formadores de liquidez, con un marco normativo claro para esa función; y la importancia de acelerar y ampliar el uso de la entidades de contrapartida central y los ajustes a la normativa de cargos de capital para los intermediarios.

### **La salud del ecosistema del mercado de capitales.**

Uno de los elementos fundamentales para lograr el éxito y recuperar la dinámica del mercado de capitales, radica en entender que, en el diseño de la política pública, es indispensable que todo el ecosistema del mercado de capitales funcione correctamente; que todas las piezas están interconectadas entre sí, y que no basta tener programas aislados para necesidades específicas, como, por ejemplo, para financiar a las pymes, sin ocuparse del funcionamiento del resto del ecosistema.

En la actualidad, las grandes empresas en Chile tienen casi asegurado su acceso a recursos de financiación, tanto de deuda como de capital, en el mercado de capitales local. Sin embargo, este no es el caso para las empresas medianas-grandes, medianas y pequeñas y menos aún, para las empresas nuevas, de segmentos nuevos y con modelos de negocio disruptivos. Hay un freno al acceso a financiación a través del mercado de capitales para el sector empresarial del país cuando, paradójicamente, se requiere precisamente estimular el emprendimiento y la creación de nuevas empresas y negocios.

Para que haya financiación del emprendimiento, debe procurarse que también haya un sano entorno para el capital de riesgo que permita el escalamiento y que éste a su vez de acceso a un mercado público funcional para empresas pequeñas y medianas y que éste provea una ruta viable hacia el mercado principal. En todas estas etapas se requiere la participación de diferentes tipos de inversionistas con perfiles de riesgo adecuados y que estén dispuestos a tomar posiciones en cada etapa del proceso.

En los últimos años, sin embargo, esta interconexión entre segmentos se ha visto truncada por eventos específicos y/o decisiones de política pública que, desafortunadamente, han atentado contra la calidad y funcionamiento del mercado. Recuperar la sana dinámica del mercado y resolver los problemas que desarticulaban el encadenamiento de los diferentes componentes del mercado, debería ser una prioridad.

En particular, el mercado intermedio para las empresas de mediana y baja capitalización hoy está desarticulado. La salida de las AFP's de este segmento, así como la pérdida de un tratamiento tributario preferencial para los demás inversionistas, han restado tamaño y liquidez a este segmento e incluso ha perjudicado a las propias empresas, encareciendo su costo de capital. La ausencia de un segmento medio dinámico, resta interés por la financiación en etapas temprana y de escalamiento estilo ScaleX, al no tener confianza suficiente de que habrá otros inversionistas dispuestos a tomar posiciones más adelante en las cuantías suficientes, aun cuando los riesgos en etapas posteriores sean menores.

Deberíamos entonces asegurar un ecosistema integral, que funcione adecuadamente en todos sus componentes y donde lograr la liquidez suficiente en los diferentes instrumentos en el mercado, sea un objetivo explícito.

### **La importancia de la liquidez.**

La liquidez de los instrumentos financieros es el bien público que genera las externalidades positivas para toda la economía. La liquidez de los instrumentos no solo permite tener tranquilidad sobre la adecuada formación de precios, sino que ésta es la que genera la confianza en los inversionistas para tomar posiciones en diferentes instrumentos, acordes con su perfil de riesgos, con la seguridad de poder recuperar sus fondos en el momento en que los necesiten, al valor de mercado.

La liquidez de los diferentes instrumentos es crucial. Sin embargo, son pocos los instrumentos que logran suficiente liquidez por sí mismos. Estos pueden ser las emisiones de bonos de los gobiernos que, por su tamaño, calificación de riesgo y estandarización, logran atraer de manera natural a cientos de inversionistas o las emisiones de acciones de grandes corporaciones.

El resto de los instrumentos difícilmente logra la liquidez necesaria autónomamente. En consecuencia, se hace necesario adoptar esquemas regulatorios y de incentivos, que permitan a participantes especializados, asumir los riesgos y costos asociados a proveer liquidez. De no hacerse, el mercado de capitales estará condenado a ofrecer alternativas de financiación competitivas, de largo plazo y de capital de riesgo solo a un grupo muy reducido de empresas. Con ello, el país pierde las bondades de contar con un mercado de capitales que impulse el crecimiento económico, el desarrollo empresarial y la inclusión financiera, que solo es posible a través del mercado de capitales.

Hoy en los principales del mundo, existen firmas especializadas, cuyo rol es ser formadores de liquidez: proveen precios de compra y venta simultáneamente, con *spreads* ajustados al instrumento y tamaño de las cotizaciones. Esto permite a los inversionistas tener la tranquilidad de contar con precios de referencia en todo momento y, con puntas ejecutables, sumar o descargar posiciones. Sin embargo, es importante reconocer que quien provee precios asume riesgos en esta función y, en consecuencia, debe contar con los incentivos adecuados en términos de expectativa de ganancia y seguridad regulatoria, en lo que concierne a su función de formador de liquidez.

Contar con formadores de liquidez para una gran variedad de instrumentos debería ser un objetivo a lograr en el corto plazo y para ello sería deseable desarrollar la normativa actual de tal manera que se dé mayor certidumbre al formador de liquidez sobre el alcance de sus actuaciones en el mercado, se reconozca la necesidad de lograr un balance riesgo- retorno a su función y se permita acoger esquemas de incentivos en los manuales de operación de las bolsas.

En conclusión, si hay liquidez en los instrumentos del mercado de capitales, los costos de transacción expresados en el *bid-offer spread* disminuyen, mejora la formación de precios y con ella la valoración de los instrumentos y de las compañías. Además, se facilita el acceso a capital y disminuye el costo de capital para los emprendedores, se financiarán más proyectos y será más viable vincular a más ciudadanos a la generación de riqueza a través del mercado de capitales.

## **Las ECC y el uso eficiente del capital.**

A raíz de la **crisis financiera de 2008-09**, los países del G7/G20 impulsaron la adopción de medidas regulatorias para fortalecer el capital de las entidades financieras, mitigar el riesgo de crédito de contraparte con el objetivo de aumentar la resiliencia del sector financiero y limitar el contagio y facilitar la salida de entidades del mercado.

Las principales medidas adoptadas están encaminadas a mejorar la calidad y cantidad del capital de las entidades financieras (Basilea III: T1, T2, NSFR, provisiones contracíclicas, operaciones fuera de balance), mejorar el funcionamiento de los derivados OTC (Registro en TR/SEFs, obligación de compensación y liquidación con contrapartida central, obligación de transparencia en la negociación, diferencias en el costo de capital, requerimientos de mitigantes de riesgo operaciones OTC) y hacer un seguimiento de las entidades sistémicamente importantes y determinar requerimientos adicionales de capital en ciertos casos (*stress testing* periódico y planes de resolución preventivos).

Hoy estas medidas están prácticamente implementadas en los 24 países del FSB (y en muchos más) habiéndose cumplido el propósito del mandato del G7/G20. Una de las consecuencias de la adopción de estas medidas ha sido una mejora en la gestión de riesgos por parte de las entidades financieras, en particular de descalce de tasas de interés y de plazos y la mitigación de riesgo de crédito de contraparte. Esto ha redundado en un mayor y mejor uso de productos derivados, pero con mayor transparencia y mediante el uso creciente de las entidades de contrapartida central (ECC) en su compensación y liquidación.

Las exigencias de capital a las entidades financieras por mantener los riesgos en sus balances y las mejoras en la gestión de riesgos a través de ECC, han dado origen a un crecimiento de la actividad de compensación y liquidación en ECC. Estas, a su vez, para hacer más eficiente el uso de capital de la industria, han evolucionado a ser ECC multiproducto y multisegmento. Para las entidades financieras, hoy no resulta costo-eficiente compensar y liquidar productos a través de ECC especializadas dado que tienen que dedicar garantías a cada ECC para cada producto y además pierden el beneficio del neteo de posiciones y riesgos, que puede además reducir el nivel de garantías exigidas. Tampoco obtienen el beneficio de la liquidación multilateral neta de efectivo entre segmentos ni se aprovechan adecuadamente las eficiencias operacionales de tener unos procesos de post negociación unificados.

El uso eficiente de las ECC debe ser un objetivo de la política pública pues mejora la gestión de los riesgos, la seguridad y resiliencia del sistema, mejora la transparencia y la capacidad de la supervisión y mejora el entorno competitivo. Al permitir que los participantes tengan acceso al mercado y a los precios en función de las garantías que tengan consignadas en las ECC, y no condicionado a los cupos de contraparte que pueden limitar o excluir a ciertos participantes, se mejoran las condiciones de competencia en beneficio de los clientes finales del sistema financiero.

Chile cuenta con varias infraestructuras de compensación y liquidación (COMDER, CCLV, COMBANC) pero esto mismo lleva a una considerable fragmentación que atenta contra la eficiencia y la competitividad del mercado de capitales y de la oferta de productos a los usuarios finales. No todas las entidades que participan en el mercado hacen parte del sistema de las ECC y las ECC se mantienen en gran medida, monoproducción. La experiencia internacional ha migrado a ECC's que compensan y liquidan varios productos de tal manera que se puedan compensar los riesgos de los diferentes productos y segmentos y se haga un uso más eficiente del capital y de las garantías exigidas y de los beneficios por ahorros de liquidez, debido a la eficiencia de la liquidación multilateral neta.

Así mismo, para obtener los mayores beneficios en términos de eficiencia y seguridad de la infraestructura de ECC, una buena práctica es que todos los intermediarios tengan acceso a éstas en igualdad de condiciones, que todos los participantes tengan cuentas en el Banco Central y que las ECC a su vez, tengan acceso a la ventanilla de liquidez del Banco Central.

A partir de la comunicación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), del 17 de diciembre de 2024, a continuación, se presentan propuestas específicas en función de los ejes planteados por la Comisión: Plataformas de negociación e infraestructura de mercado, profundidad del mercado de capitales, financiamiento de empresas de menor tamaño, promoción del ahorro y gobiernos corporativos y que refuerzan los elementos aquí planteados.

## **1. EJE: PLATAFORMAS DE NEGOCIACIÓN E INFRAESTRUCTURA DE MERCADO.**

A continuación, se realizan recomendaciones que, a nuestro juicio, fomentarán y profundizarán el uso de las entidades de contraparte central en Chile, mejorando la resiliencia del mercado financiero en su conjunto.

### **1.1 Tratamiento regulatorio y contable de exposiciones de entidades habilitadas para ser agentes liquidadores de Entidades de Contrapartida Central (ECC).**

#### **Objetivo.**

Permitir que las Entidades habilitadas como Agentes Liquidadores, que operan a través de una ECC, reduzcan su carga de capital y mejoren su eficiencia contable, considerando las garantías en exceso depositadas en dicha Entidad, junto con hacer explícita la eficiencia en consumo de capital sobre operaciones novadas.

#### **Antecedentes.**

En la norma en consulta enviada por la Comisión para el Mercado Financiero relacionada a condiciones de patrimonio mínimo, garantías, liquidez y solvencia para intermediarios de valores y corredores de bolsa de productos, se establecen ciertas reglas en relación con las garantías depositadas como colateral:

##### **A. Cómputo del patrimonio y requisitos de capital:**

- Los intermediarios deben mantener condiciones de patrimonio mínimo, garantías y liquidez de acuerdo con normativas específicas.
- Se establece que, en el caso de instrumentos derivados compensados y liquidados a través de una ECC, no corresponde descontar de la exposición las garantías individuales o cualquier otro tipo de caución equivalente entregadas por los intermediarios.
- Las garantías depositadas en una ECC no reducen el equivalente de crédito de los intermediarios, salvo en casos específicos de mitigación de riesgo de contraparte.

## **B. Reconocimiento Contable de Garantías y Consideración de Netting:**

- La normativa en consulta no permite que los intermediarios contabilicen las garantías en exceso como activos líquidos en su balance, lo que puede generar ineficiencias en la utilización de capital.
- La normativa en consulta no reconoce el efecto netting relativo a exposiciones compensadas vía ECCs, tratándolas de la misma manera que operaciones bilaterales. Creemos que esto debe ser explícito, derivado a que dichas operaciones cuentan con los resguardos financieros de una infraestructura de mercado financiero al ser aceptadas por la Entidad.
- La normativa en consulta menciona de manera explícita la prohibición para descontar garantías individuales y aportes a los fondos de garantías al calcular la exposición neta.

Sin perjuicio de que esta normativa aplica a intermediarios de valores, creemos que la propuesta elaborada por nuam va en dirección de una aplicabilidad hacia cualquier Entidad que legalmente puede constituirse como Agente Liquidador de una ECC.

### **Propuesta.**

Permitir que las Entidades habilitadas como Agentes Liquidadores, que operan a través de una ECC, reduzcan su carga de capital y mejoren su eficiencia al:

- Reconocer garantías depositadas en ECCs como activos líquidos, optimizando la gestión de colaterales.
- Aplicar *netting* efectivo en el cálculo de exposiciones, reflejando el efecto de las posiciones compensadas vía ECCs.
- Alinear la normativa local relacionada a condiciones de patrimonio mínimo, garantías, consumo de capital, liquidez y solvencia para intermediarios de valores y corredores de bolsa de productos, y hacerla extensiva a cualquier Participante que pudiese ser Agente Liquidador en una ECC, con estándares internacionales aplicados en jurisdicciones como la Unión Europea, mejorando la competitividad del mercado financiero local.

## Argumentos.

Actualmente, la normativa local no reconoce las garantías en exceso depositadas en una ECC como un activo líquido ni permite reducir la exposición neta al riesgo de crédito mediante su reconocimiento contable. Esto implica que los intermediarios deben mantener mayores niveles de capital regulatorio, lo que limita la eficiencia en el uso de recursos y encarece la intermediación financiera. En nuestra interpretación, creemos que el fundamento de esta prohibición puede estar basado en el supuesto que las garantías individuales no necesariamente mitiguen el riesgo de contraparte de manera absoluta, siendo insuficientes ante ciertos escenarios de incumplimientos.

Sin perjuicio de lo anterior, el exceso de colateral no debe ser considerado, al no ser objeto de la cobertura del margen de una posición. Tampoco existe una mención de carácter explícito relacionado a la eficiencia en el consumo de capital ante operaciones que cuenten con la característica de encontrarse novadas por una ECC, tratándolas de manera semejante a operaciones bilaterales, las cuales no presentan la robustez de una IMF que promueve anillos de seguridad ante materializaciones de incumplimientos. Por ende, creemos que debe promoverse la figura de operaciones que se compensan y liquidan por Entidades de Contrapartida Central por sobre las operaciones bilaterales.

Nuestra propuesta radica en no asignarles un APR de 0,16% a dichas exposiciones, sino que tratarlas como operaciones que no consumen capital para el intermediario.

En comparación, el Reglamento (UE) N° 575/2013<sup>1</sup> establece un tratamiento preferencial para exposiciones en ECCs calificadas (*Qualified Central Counterparty, QCCP*), lo que permite reducir los requisitos de capital asociados a estas operaciones. Según lo descrito en el Artículo 306, se permite descontar las garantías depositadas en la ECC, siempre que dicho colateral sea considerado como inmune a la quiebra en el supuesto de que la ECC, el Agente Liquidador o uno o varios de los clientes del Agente se declaren insolventes, reduciendo la base sobre la cual se aplica el requerimiento de capital. Nuestra interpretación es que, dada la posibilidad de segregación de los activos para proteger el principio de no contaminación, sería posible realizar lo anterior. Ello, iría en directo beneficio de fomentar la utilización de una figura robusta para compensar y liquidar operaciones, reduciendo el riesgo sistémico del mercado financiero en su conjunto, además de disminuir los requerimientos de capital hacia los intermediarios de valores.

---

<sup>1</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575>

Basado en lo anterior, creemos que la normativa hacia intermediarios de valores, y normas aplicables hacia el resto de las Entidades que pueden ser partícipes de una ECC, deben abordar los siguientes elementos:

- Actualizar los requisitos contables para permitir que los intermediarios reconozcan como activos líquidos los colaterales en exceso depositados en ECCs, bajo ciertos criterios de calidad y disponibilidad.
- Permitir que los intermediarios descuenten del cálculo de exposición al riesgo el exceso de garantías individuales y aportes a los fondos de garantías cuando estos recursos sean de rápida disponibilidad y se encuentren segregados adecuadamente. Esto quiere decir que los activos depositados como colateral deben estar segregados legal y operativamente de los activos propios de la ECC y del Agente Liquidador y que, en caso de insolvencia de la ECC o del Agente Liquidador respectivo, dichos colaterales no pueden ser utilizados para pagar otras deudas o pasivos de la ECC.
- Actualizar los requisitos contables para reflejar adecuadamente los saldos netos compensados en los balances de los intermediarios.
- Establecer condiciones para la elegibilidad de las ECCs que puedan recibir este tratamiento preferencial, alineadas con los principios de CPMI-IOSCO y la reglamentación de EMIR, asegurando que:
  - Tengan procedimientos de segregación y portabilidad robustos, manteniendo cuentas separadas para clientes y Agentes Liquidadores (cuentas de terceros y/o individuales, cuenta propia).
  - Existan mecanismos de protección de colaterales en caso de insolvencia, asegurando que los activos de los clientes no sean utilizados para cubrir otras pérdidas no relacionadas.
  - Asegurar que las garantías no serán utilizadas por la ECC y el Agente Liquidador salvo en los términos expresamente autorizados por el cliente y la normativa, relacionados a la función de compensación y liquidación de instrumentos financieros.
  - Operen bajo estándares reconocidos de gestión de riesgo.

## **Conclusión.**

La integración de las medidas mencionadas anteriormente permitirá a las Entidades habilitadas para ser Agentes Liquidadores de una ECC optimizar su eficiencia de capital, alineando la normativa en consulta con estándares internacionales como los descritos por la Unión Europea, reduciendo los costos operacionales de dichas Entidades, fomentando el uso de la figura de ECCs localmente, lo que a su vez aumenta la estabilidad del mercado financiero, fortaleciendo la seguridad del ecosistema financiero.

## **1.2 Eliminación de obligatoriedad para mantener líneas de crédito bancarias – requisito de liquidez.**

### **Objetivo.**

Eliminar el requisito normativo que obliga a los Agentes Liquidadores a mantener líneas de crédito por concepto de Requisito de Liquidez, toda vez que la obligación de mantener facilidades de liquidez es de la propia ECC.

### **Antecedentes.**

La normativa chilena (Norma de Carácter General N°258) exige a los Agentes Liquidadores la mantención de recursos líquidos suficientes mediante mecanismos tales como líneas de crédito bancarias. Además, se le exige a la propia Entidad de Contrapartida Central (ECC) mantener mecanismos de acceso a liquidez inmediata tales como las mencionadas líneas o pactos de retrocompra.

Lo anterior, ha derivado en que los Agentes Liquidadores asuman una carga financiera importante al alero de mantener líneas de crédito bancarias de uso exclusivo para acreditar dicho requisito de liquidez, afectando su eficiencia operativa y financiera.

La Norma de Carácter General N°258 de fecha 14/08/2009, menciona lo siguiente: “VI.2 Falta de provisión oportuna de efectivo. Con la finalidad de acceder a fondos en dinero efectivo por parte de los participantes que lo requieran en el contexto de sus obligaciones de liquidación, las normas de funcionamiento de los sistemas deberán requerir la contratación de líneas de crédito bancarias por parte de los participantes. El monto mínimo de cada línea deberá ser determinado por las normas de funcionamiento del sistema”.

## Propuesta.

Eliminación del requisito normativo que obliga a los Agentes Liquidadores a mantener líneas de crédito, considerando la existencia de la Norma de Carácter General N°18, con sus respectivas exigencias hacia los intermediarios de valores y también el régimen aplicable hacia las Entidades de Contrapartida Central, quienes tienen mecanismos de acceso a liquidez en caso de ser aplicable.

Esto hace referencia a modificar la Norma de Carácter General N°258, transfiriendo la responsabilidad de garantizar liquidez hacia la ECC bajo mecanismos tales como líneas de crédito bancarias, pactos de retrocompra, entre otros. Cabe mencionar que, además de los mecanismos anteriormente mencionados, se espera contar con acceso a liquidez de última instancia con el Banco Central de Chile, según lo dictado en la Ley de Resiliencia aprobada en diciembre de 2023, fortaleciendo el ecosistema de acceso a facilidades de liquidez por parte de las ECC.

## Argumentos.

El objetivo de reducir las exigencias de líneas de crédito para dar cumplimiento al requisito de liquidez obedece a los siguientes aspectos:

- Los marcos regulatorios globales, como los Principios Aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero y las normativas de EMIR asignan la responsabilidad de garantizar liquidez directamente a la ECC, no a los Agentes Liquidadores.
  - **Principio 7 - Riesgo de Liquidez - PFMI:**<sup>2</sup> Las ECC deben mantener recursos líquidos suficientes, lo cual se logra mediante colateral líquido proporcionado por los participantes y/o acuerdos de financiamiento contingente centralizados por la ECC, tales como líneas de crédito, pactos de retrocompra, acceso a las ventanillas de liquidez de los bancos centrales, entre otros. No se exige que los Agentes Liquidadores contraten líneas de crédito individuales, evitando la fragmentación en la gestión de liquidez.
  - **Artículo 44 del Reglamento (UE) n° 648/2012 (EMIR), Controles del Riesgo de Liquidez:**<sup>3</sup> Asigna la responsabilidad de garantizar el acceso directo a recursos líquidos directamente a las ECC, quienes deben implementar mecanismos centralizados de gestión de liquidez, teniendo en todo momento acceso a líneas de crédito o dispositivos similares para satisfacer sus necesidades de liquidez.

---

<sup>2</sup> [https://www.bis.org/cpmi/publ/d101\\_es.pdf](https://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf)

<sup>3</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648>

- El alto costo que tiene para los participantes del mercado mantener líneas de crédito, especialmente aquellas de carácter exclusivas para las ECC.
- La gran carga operativa que conlleva el control de este requisito, diariamente y en jornada de la mañana y en la tarde.
- El comportamiento histórico que presentan los participantes en el cumplimiento de sus pagos correspondientes al saldo neto deudor de sus operaciones, alcanzando un 99,92% dentro de los horarios normativos y un 100% dentro de la fecha de liquidación. Es importante agregar que en aquellos casos en que los pagos no han llegado en horario normativo (0,08% de los casos) las razones han obedecido a temas operativos (indisponibilidad de apoderados para firma, bloqueo de claves, etc. o principalmente por caída de los bancos, portal o Swift).
- La poca utilidad que pueden representar estas líneas de crédito en caso de que algún participante presente problemas de liquidez. Primero, porque la CCLV no puede acceder a ellas y en segundo término, en caso de que un participante presente problemas de liquidez o solvencia, los mismos bancos podrían cerrar de inmediato el acceso a dichas líneas.
- El aumento en el volumen de los montos ingresados a la CCPs puede generar aumentos en sus exigencias de requisito de liquidez, lo cual, en caso de acreditarse contra líneas de crédito bancarias, aumenta los costos para los Participantes. Lo anterior, va a en contra de los principios de la regulación internacional de incentivar el uso de las ECC y atenta contra la construcción de una mayor profundidad del mercado chileno.

## **Conclusión.**

La eliminación de la obligatoriedad de mantener líneas de crédito bancarias para la acreditación del requisito de liquidez para los Agentes Liquidadores en Chile representa un paso crucial hacia la modernización y alineación del sistema con los estándares internacionales.

Al centralizar la gestión de liquidez en la ECC, se logrará:

- Reducir costos operativos y financieros para los Agentes Liquidadores.
- Optimizar la eficiencia en la gestión de riesgos de liquidez.
- Fortalecer la resiliencia del sistema y aumentar la confianza de los participantes.

- Fortalecer el atractivo de la participación en las ECC, eliminando un requisito que en muchos casos puede ser bloqueante.

### **1.3 Ampliación de horarios del sistema de pagos.**

#### **Objetivo.**

Extender los horarios del sistema de pagos, alineándonos con los principales mercados internacionales, permitiendo una gestión operativa eficiente para nuestros clientes, además de preparar el ecosistema para una integración regional con otros mercados, posicionando al mercado chileno como un hub financiero en la región.

#### **Antecedentes.**

Actualmente, los horarios de cierre del sistema de pagos son los siguientes:

- Portales bancarios: 16:00 hrs.
- ComBanc: 16:30 hrs.
- Banco Central de Chile: 17:15 hrs.

Esto ha generado problemas operacionales en nuestros clientes en la actualidad, dado que los horarios son extremadamente acotados en relación con el cierre del mercado bursátil. Además, dichos horarios comprometen la implementación de un mercado regional, ya que existe diferencias de horario con respecto al resto de los países de la región.

#### **Propuesta.**

Extensión de horarios del sistema de pagos, alineándonos con los principales mercados internacionales, permitiendo una gestión operativa eficiente para nuestros clientes, además de preparar el ecosistema para una integración regional con otros mercados, fortaleciendo a su vez el mercado chileno.

Los horarios propuestos son los siguientes:

- Portales bancarios: 18:00
- ComBanc: 18:30
- Banco Central de Chile: 19:00

#### **Argumentos.**

Actualmente en Chile, la Cámara PH liquida los instrumentos de renta fija e intermediación financiera a contar de las 15:00 hrs. Posterior a este proceso, se inicia el llamado ciclo 3, que contempla la liquidación de los participantes compradores con sus respectivos clientes. En caso de atrasos en la liquidación, existe un riesgo sistémico en el

mercado al no poder alcanzar a realizar sus procesos de liquidación.

Al lograr extender los horarios del sistema de pagos, se mitigan los riesgos y adicionalmente permiten tener un proceso estandarizado de liquidación para los 3 países. Esto reviste especial relevancia bajo el contexto de una futura migración de la liquidación de instrumentos de renta variable desde T+2 a T+1, buscando alinearnos a Estados Unidos, donde los participantes deberán gestionar la liquidación con sus clientes con un día menos de tiempo, y donde la liquidación con inversionistas extranjeros podría generar altas tasas de incumplimiento o atrasos en la liquidación.

Esta limitante dificulta hacer un mayor uso de la infraestructura de las ECC en Chile y tener una visión articulada de las operaciones que pueden (o deben) compensarse y liquidarse a través de las ECC. El extender los horarios del sistema de pago ayudaría a estandarizar y ordenar el mercado, generaría ganancias en eficiencia por el neteo y valoración de posiciones y garantías y potencialmente generaría las condiciones para mejorar la liquidez de ciertos productos en el mercado.

Asimismo, permitiría aumentar la oferta de coberturas y productos a los usuarios del sistema financiero, mejorar las condiciones de competencia, sin dejar de mencionar, y como factor fundamental, el mitigar riesgos sistémicos en las infraestructuras de pago. Adicionalmente, para una integración eficiente con otros mercados financieros, lo cual tiene el potencial de profundizar la liquidez del mercado bursátil chileno, es clave generar sinergias de apertura/cierre de las infraestructuras del mercado financiero para que la operatoria transfronteriza funcione adecuadamente.

<b>País</b>	<b>Horario</b>
<b>Brasil</b>	24 horas
<b>Europa</b>	7:00 am – 18:00 pm
<b>Estados Unidos</b>	9.00 am – 19:00 pm
<b>Japón</b>	8:30 am – 19:00 pm
<b>Australia</b>	7:30 am – 22:00 pm

Tabla 1: Horarios Bancos Centrales en otros Países

Al comparar estos horarios con los de Chile, donde los portales bancarios cierran a las 16:00 horas, ComBanc a las 16:30 horas y el Banco Central de Chile a las 17:15 horas, se observa que los sistemas de pagos en las economías mencionadas operan durante períodos más prolongados, extendiéndose hasta las 18:00 o incluso las 22:00 horas en sus respectivas zonas horarias.

## **Conclusión.**

Extender los horarios del sistema de pagos en Chile no solo beneficiaría a los participantes locales, sino que también aumentaría el atractivo del mercado chileno para los inversionistas extranjeros. Proporcionaría:

- Mayor alineación con estándares internacionales.

- Eficiencia operativa para flujos transfronterizos.
- Confianza en la infraestructura financiera del país.
- Una ventaja competitiva en la región.

Implementar esta medida contribuiría a posicionar a Chile como un mercado más dinámico, moderno y conectado, facilitando la llegada de flujos de inversión extranjera y fortaleciendo su rol como *hub* financiero regional y global.

## 1.4 Fomento de liquidación local en USD.

### Objetivo.

Fomentar la liquidez local en USD, estimulando mecanismos que incrementen la disponibilidad de USD en el mercado interno, fortaleciendo el ecosistema operacional y permitiendo la participación de entidades no bancarias del sistema de pagos.

### Antecedentes.

Los pagos y liquidaciones de operaciones en dólares se realizan mayoritariamente a través de bancos en el extranjero, en lugar de aprovechar la infraestructura local disponible en Chile. Esta situación se debe, en primer lugar, a la escasa liquidez de USD en el país y, en segundo término, a la ausencia de un sistema DvP (switch de liquidación para operaciones de entrega contra pago) en dicha divisa. Además, se han mencionado otros factores, como la rentabilidad de los dólares y los costos transaccionales asociados.

El uso de bancos corresponsales en el extranjero para efectuar pagos en USD puede ocasionar inconvenientes, como el incumplimiento en la fecha programada para la realización de los pagos. Entre las principales causas de estos problemas se encuentran:

- Horarios limitados:** Las transferencias de fondos se ven restringidas por el horario de funcionamiento de los bancos comerciales y por la diferencia horaria con Estados Unidos.
- Festivos en el exterior:** La coincidencia de días feriados en el país donde operan los bancos corresponsales (EE.UU.) también contribuye a estos retrasos.

### El ejemplo de Hong Kong<sup>4</sup>.

Hong Kong ha desarrollado un ecosistema integral que permite la operación simultánea en diversas divisas.

---

<sup>4</sup> [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2023/AR2023\\_E.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2023/AR2023_E.pdf)

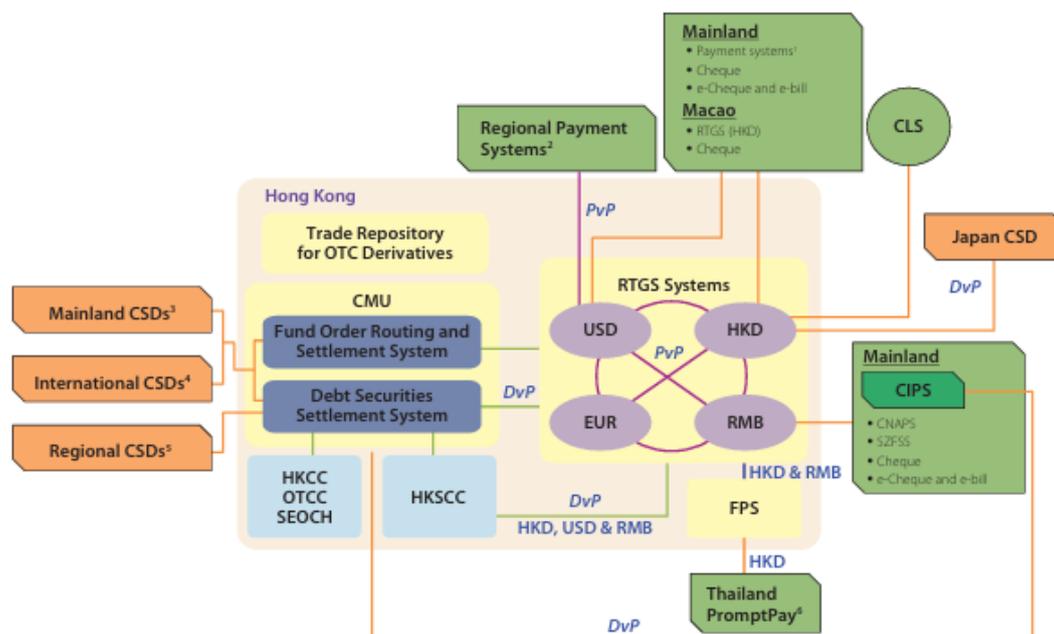


Imagen 1: Infraestructura Financiera Multimonedada – Hong Kong

### Sistemas de pago y liquidación domésticos adaptados a múltiples divisas:

- **Liquidación local:** Hong Kong cuenta con sistemas robustos, como CHATS, que están diseñados principalmente para los Hong Kong Dollars (en adelante, HKD), pero que también se han adaptado o interconectado con mecanismos para el procesamiento de transacciones en USD y otras monedas.
- **Capacidad multimonedada:** Estos sistemas permiten que tanto las transacciones locales como las de origen internacional se liquiden de manera eficiente en la moneda correspondiente, reduciendo la dependencia de intermediarios extranjeros.

### Integración con redes y canales internacionales:

- **Conexión global:** La infraestructura se integra con redes internacionales, como SWIFT, y con bancos corresponsales, lo que facilita la compensación y liquidación de transacciones transfronterizas en divisas como el USD, el EUR y el RMB.
- **Interoperabilidad:** Esta integración asegura que las transacciones que se originan en Hong Kong puedan conectarse sin problemas a los sistemas de pago globales, lo que refuerza la posición de la ciudad como un hub financiero internacional.

### Gestión de liquidez multimoneda:

- **Mecanismos de liquidez:** La HKMA implementa políticas y herramientas para garantizar que exista suficiente liquidez en las diferentes divisas. Esto incluye facilidades de mercado y reservas en monedas extranjeras que permiten responder a la demanda en momentos de alta actividad.
- **Coordinación interinstitucional:** La estrecha colaboración entre el regulador y las instituciones financieras garantiza que los flujos de liquidez se administren de forma efectiva, minimizando los riesgos asociados a la operatividad en múltiples divisas.

### Infraestructura tecnológica y de comunicación avanzada:

- **Plataformas tecnológicas:** Se han invertido recursos en la modernización de la tecnología subyacente a los sistemas de liquidación, lo que permite procesar transacciones en tiempo real y reducir los tiempos de liquidación.
- **Seguridad y resiliencia:** La infraestructura está diseñada para ser segura y resistente ante fallos, lo que es esencial para mantener la confianza en un entorno multimoneda donde operan altos volúmenes de transacciones.

### Marco regulatorio y supervisión efectiva:

- **Regulación Sólida:** La HKMA establece y supervisa un marco normativo que asegura la estabilidad del sistema financiero. Este marco abarca tanto las operaciones en moneda local como en divisas extranjeras, promoviendo la transparencia y la gestión adecuada de riesgos.
- **Supervisión Continua:** La coordinación con los actores del mercado y la implementación de mecanismos de supervisión permiten detectar y corregir ineficiencias o riesgos de forma oportuna.

El *turnover* de USD en el sistema de liquidación bruta en tiempo real de Hong Kong ha tenido un aumento sostenido en el tiempo, demostrando la efectividad de las implementaciones realizadas, permitiendo su establecimiento como un *hub* financiero en la región.

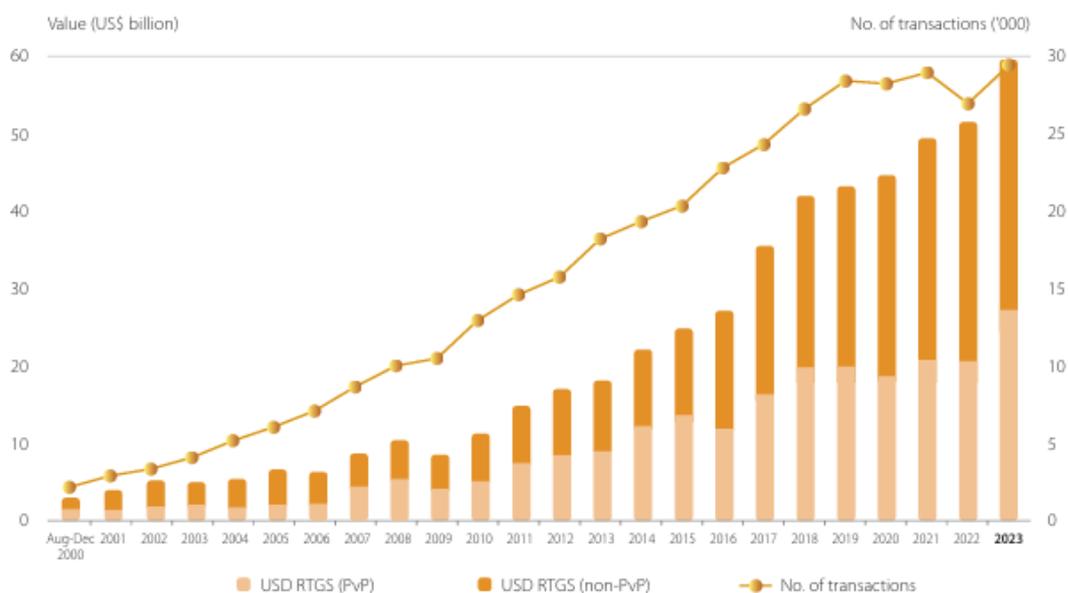


Imagen 1: Estadística Volumen Promedio Diario Procesamiento de USD en Sistema LBTR – Hong Kong

## Propuesta.

- Disminución de costos por transferencia en USD:** Se debe permitir la participación de Entidades no bancarias en el sistema LBTR de tal manera de aumentar la competencia y reducir el costo transaccional para la liquidación en USD, ya que este es extremadamente elevado comparativamente con otras localidades del mundo, si consideramos que participantes no bancarios deben, obligadamente, pasar por un banco que los represente en dicho sistema. Lo anterior, es clave para lograr el objetivo planteado en el primer punto.
- Incentivar la implementación de un sistema DvP en dólares:** Establecer un switch de liquidación que permita gestionar de manera segura y eficiente las operaciones de entrega contra pago en esta divisa.
- Ampliar el horario del sistema de pagos en dólares:** Extender el horario de recepción de ITF por parte de los bancos comerciales y del DvP en dólares, integrándolo al Sistema LBTR en dólares, para cubrir las necesidades del mercado y mitigar retrasos.

En una segunda instancia, estudiar el caso de Hong Kong para pensar en una infraestructura multimonedada, tomando las principales divisas globales en un ecosistema de PvP. Lo anterior, va en directo beneficio de los mercados financieros, y, por ende, de los volúmenes compensados y liquidados por una ECC, además de los productos que se pueden generar basado en lo anterior.

## **Conclusión.**

Hoy en día, no existe un procesamiento de pagos y liquidaciones en USD en nuestro ecosistema local. Generar una infraestructura que potencie que nuestros participantes realicen dichos procesos localmente, contribuirá al crecimiento de nuestros mercados financieros, a aumentar el desarrollo de nuevos productos y servicios compensables y liquidables por ECCs. Lo anterior, manteniendo altos estándares internacionales, permitiendo la liquidación de operaciones con fondos del Banco Central y reduciendo la fricción en los pagos y en la liquidación de operaciones del mercado de capitales mediante el DvP.

Implementar esta propuesta posicionaría a Chile como un mercado financiero más dinámico, moderno y conectado, facilitando la atracción de flujos de inversión extranjera y consolidando su rol como hub financiero regional y global.

## **2. EJES: PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES, FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS DE MENOR TAMAÑO Y PROMOCIÓN DEL AHORRO.**

### **Objetivo.**

El objetivo de los distintos numerales de esta sección 2 apuntan al fortalecimiento de la liquidez y profundidad de nuestro mercado de valores, como fuerza principal para proveer de una oferta mayor tanto a inversionistas como emisores, con todos los efectos positivos indicados en nuestra introducción, lo que generará un círculo virtuoso para nuestro mercado.

### **2.1 Cambio normativo: Ley sobre Impuestos a la Renta: Reforma para optimizar el mercado de capitales**

#### **Antecedentes.**

El mercado bursátil nacional ha perdido competitividad ante mercados internacionales:

- Desde junio de 2019 (Cencosud Shopping) no se ha realizado ninguna apertura a bolsa.
- Retiros de los fondos de pensiones descapitalizaron el mercado local.
- Fondos de pensiones, fondos mutuos y de inversión tienen mayores incentivos a invertir en el extranjero, dado los tratados de doble tributación y poca competitividad del mercado de fondos local.
- Implementación de impuesto de 10% a las ganancias de capital spot (no institucional) y exclusión de las acciones sin presencia bursátil, desincentiva la democratización del mercado.

La Bolsa de Santiago ha dado pasos para incentivar mercados alternativos, lanzando ScaleX, con muchos casos de éxito (por ejemplo: ZeroQ, Fracción, Osoji Robotics, Pampa Camarones).

Sin embargo, creemos que para lograr la escala necesaria y la vinculación de muchos inversionistas con diferentes perfiles y apetitos de riesgo, es indispensable implementar incentivos tributarios a la inversión.

#### **Propuesta.**

En función de lo anterior, se propone reponer el ingreso no renta del artículo 107 de la LIR, el cual fue reemplazado por un impuesto de 10% en 2022 (Ley n.º 21.420).

Adicionalmente, se propone ampliar el régimen:

- Régimen sería aplicable a toda enajenación en bolsa, sin importar presencia bursátil y forma de adquisición.
- Acciones crías se reincorporan al régimen.
- Se incluyen acciones o títulos de sociedades extranjeras y ScaleX.
- Tratamiento también incluye a derivados sobre estos mismos títulos.

### **Argumento.**

Con esto el régimen se simplifica y se “democratiza”, aumentando la inversión de inversionistas minoristas (revisar experiencia de Suecia al fomentar la inversión minorista en acciones).

El efecto de la exigencia de presencia bursátil en la norma actual ha generado una desventaja para las medianas y pequeñas empresas, toda vez que los inversionistas en estas empresas, al no lograr la presencia bursátil, enfrentan tasas de tributación superiores al 10%, que se traduce en un mayor costo de capital para las empresas. Adicionalmente, el impuesto incentivó el desplazamiento de los inversionistas a otros activos con mejor tratamiento tributario o al exterior, reduciendo la liquidez de este mercado, acentuando los costos por una mayor prima de liquidez.

Reponer el trato de no renta para las ganancias de capital en el mercado de capitales, podría llevar a una reducción de ingresos del Estado por la pérdida de recaudación por impuesto especial de 10%, sin embargo, la recaudación anual del impuesto ha sido baja y muy inferior a la esperada: la recaudación en 2022 fue de solo 8.011 millones de pesos<sup>5</sup>, contra los 43.061 millones proyectados<sup>6</sup>.

La posible menor recaudación por la eliminación de límites (por no exigencia de presencia bursátil o requisitos de adquisición), si bien es difícil de cuantificar, se compensaría en gran parte por un incremento en la recaudación de impuestos (IVA y renta), asociados a servicios complementarios al mercado que aumentarían su flujo al haber una mayor dinámica de operaciones y servicios en el mercado (por ejemplo, de corredores de bolsa, AGFs y otros inversionistas).

---

<sup>5</sup> Según Serie de Ingresos Tributarios Anuales Consolidados elaborado por el SII.

<sup>6</sup> Según informe Financiero 163 de 2021, Mensaje 415-369. Según el informe, en régimen se espera obtener más de 86 mil millones anuales.

## Beneficios esperados.

Fortalecimiento del **Mercado de capitales**, incentivando la inversión

**Simplicidad y claridad** en la normativa aplicable a cada paso, facilitando el cumplimiento tributario

Inclusión de las operaciones con **Derivados**, atrayendo nuevos inversionistas

## Propuestas de modificación.

Adjuntamos para su revisión las propuestas de modificación a los respectivos artículos de la Ley de la Renta en el **Anexo n°2.1**.

### 2.2 Propuesta de modificación normativa a los instrumentos de deuda de oferta pública.

#### Antecedentes.

Se observa que las transacciones sobre bonos corporativos **emitidos en Chile** no han logrado el volumen esperado en mercados internacionales, pese a estar autorizados para negociarse en Euroclear desde 2017. Esto se debe a una multiplicidad de factores:

1. En términos generales, no existen diferencias importantes en la tributación de los **intereses** relacionados con instrumentos de deuda emitidos en Chile respecto de aquellos emitidos en el extranjero, con independencia de la moneda de denominación (CLP u otra). En efecto, ambos se consideran de fuente chilena, y por ende afectos a impuesto en Chile, en la medida que el deudor (o la casa matriz, en el caso de establecimientos permanentes) tenga domicilio o residencia en Chile (artículo 11 de la LIR). Por su parte, respecto de tenedores no residentes de ambos tipos de instrumentos, el **impuesto de retención** es el mismo sobre los intereses: **4%** (artículo 59 n.º 1 letras d y g).
2. Por regla general, las **ganancias de capital** sobre los instrumentos de deuda de oferta pública emitidos en Chile se encuentran afectas a impuesto, tanto para los tenedores residentes en Chile como para los no residentes. Esto los obliga a obtener un **Rol Único Tributario**.

3. Por su parte, si bien existe un régimen especial que exime a las ganancias de capital de impuesto respecto de ciertos bonos (el **artículo 104** de la LIR), dicha norma impone importantes trabas a los inversionistas no residentes. Por ejemplo, el impuesto de retención no se calcula sobre el monto del interés recibido sino en relación con un **devengo** de un interés a la fecha de pago del cupón, calculado en base a una **“tasa de interés fiscal”** que se determina en relación con el valor de colocación del bono<sup>7</sup>. Asimismo, bajo dicho régimen el **emisor** puede elegir entre dos regímenes de retención del impuesto sobre los intereses:
  - a. Retener un 4% calculado sobre el interés fiscal devengado, respecto de **todos** los tenedores del bono, ya sean residentes o no (artículo 74 n.º 7 de la LIR). En el caso de los residentes, esta retención le sirve de crédito en contra del impuesto que le corresponda (impuesto de primera categoría o global complementario), al igual como lo haría un pago provisional mensual (PPM). Por su parte, esta retención es devuelta a aquellos inversionistas que no tengan la calidad de contribuyentes (como es el caso de los fondos de pensiones); o
  - b. Establecer en las condiciones de emisión del bono que serán los representantes, custodios, intermediarios, depósitos de valores u otras personas domiciliadas o constituidas en el país que hayan sido designadas o contratadas por contribuyentes sin domicilio ni residencia en Chile para estos efectos (los **“agentes retenedores”**) los encargados de retener el impuesto. En tal caso, el emisor se exime de practicar todas las retenciones. Este es el régimen más utilizado en colocaciones de bonos en el mercado local.

De esta forma, los instrumentos de deuda de oferta pública **emitidos en Chile** se encuentran en una clara desventaja respecto de aquellos emitidos en el extranjero (por ejemplo, aquellos emitidos en EE. UU. bajo la regla 144A de la SEC), por los siguientes motivos:

1. Estos instrumentos, al haber sido **emitidos en el extranjero** no se encuentran situados en Chile para efectos tributarios y, por tanto, las ganancias de capital obtenidas en su enajenación no son de fuente chilena. Así, los tenedores no residentes no pagan impuestos en Chile en el caso de obtener una ganancia.
2. Por otro lado, y si bien la tasa de retención es idéntica a los instrumentos emitidos en Chile (4%), el mecanismo de retención no tiene los problemas de los instrumentos acogidos al artículo 104. En efecto, estos documentos no se

---

<sup>7</sup> La fórmula del interés fiscal, establecida en el artículo 104 n.º 1 letra d) de la LIR, se calcula tomando en consideración un interés calculado no sobre el valor par del bono sino sobre su valor de colocación (el cual puede ser superior o inferior).

encuentran afectos al cálculo de un interés fiscal, solo pagan impuesto sobre el monto del interés del respectivo cupón, y la **retención del impuesto solo afecta a los tenedores no residentes**.

3. Finalmente, los tenedores de estos instrumentos no se encuentran sujetos a la obligación de obtener un RUT en Chile ni contratar a un “agente retenedor”.

### **Propuesta.**

De manera de hacer competitivos los instrumentos de deuda de oferta pública emitidos en Chile frente a aquellos emitidos en el extranjero, y aprovechar a cabalidad su negociación en Euroclear, proponemos los siguientes cambios normativos:

1. Establecer que todos los instrumentos de deuda de oferta pública emitidos en Chile están exentos de impuesto a las ganancias de capital, eliminando los requisitos adicionales contemplados en el artículo 104 de la LIR, entre ellos, la determinación de la tasa de interés fiscal.
2. Establecer que la retención del 4% se realizará solo a los no residentes, sobre el monto bruto del interés pagado al extranjero, y sin la necesidad de un agente retenedor.
3. Establecer una excepción de la obligación de obtener RUT para los tenedores de estos instrumentos no domiciliados ni residentes en Chile.

### **Normativa propuesta.**

Adjuntamos para su revisión una propuesta de modificación en el **Anexo n°2.2**.

## **2.3 Confirmar que las AFP se encuentran habilitadas para invertir en instrumentos extranjeros transados en ScaleX.**

### **Antecedentes.**

En el mundo del emprendimiento, donde la liquidez y el financiamiento son globales, debemos generar las condiciones para que Chile sea un centro de financiamiento buscado por los emprendedores, tanto nacionales como extranjeros. Lo anterior, permitirá formar una masa crítica que dirija la atención de los inversionistas (incluyendo las AFPs) a concurrir al financiamiento de emprendedores que ofrezcan sus valores en el mercado chileno.

## **Normativa vigente:**

### **Inversión por parte de las AFP en valores extranjeros a través de ScaleX**

Según el DL N°3.500 y el RIFP, los fondos de pensiones pueden invertir en diversos instrumentos extranjeros, entre los cuales se encuentran los siguientes:

**j.13.Valores extranjeros a los cuales se refiere el título XXIV de la ley N°18.045 que se transen en un mercado secundario formal nacional.**

**j.16.Otros valores, instrumentos, operaciones o contratos financieros extranjeros que apruebe la Superintendencia, previo informe del Banco Central.**

La norma transcrita permite argumentar a favor de que las AFP inviertan en instrumentos extranjeros transados en ScaleX amparándose en cualquiera de los siguientes literales:

- (i) Letra j.13, o
- (ii) Letra j.16

En relación con la Letra j.13, si bien, en virtud de su artículo 183, el Título XXIV de la Ley N°18.045 se refiere a valores extranjeros que se encuentren inscritos en el Registro de Valores Extranjeros que lleva la Comisión para el Mercado Financiero ("Comisión"), el mismo debe leerse en armonía con la facultad establecida en el artículo 189 y en el artículo 4 (tanto antes como con posterioridad a la vigencia de las modificaciones introducidas a este último en virtud de la Ley N°21.521 ("Ley Fintech")) del mismo cuerpo legal y que, en lo relevante al tema en comento, permite a la Comisión eximir de la obligación de inscripción a los valores extranjeros para que sean objeto de oferta pública en Chile. Al respecto, consideramos que dicha facultad ha sido ejercida por la Comisión no sólo mediante la dictación de la Norma de Carácter General N°352 ("NCG 352"), sino también de la Norma de Carácter General N°452 ("NCG 452"), sobre la cual está estructurado el mercado ScaleX.

## **Propuesta.**

Confirmar que las AFP se encuentran habilitadas para invertir en instrumentos extranjeros transados en ScaleX.

Para el evento que los argumentos expuestos a continuación, no se consideren plausibles, proponemos, recurriendo a la Letra j.16 indicada precedentemente, iniciar un proceso equivalente al que se efectuó ante la Superintendencia de Pensiones y que concluyó con la dictación de la Norma de Carácter General N°322, por la cual se aprobó la inclusión de un nuevo instrumento elegible para las inversiones de los fondos de pensiones al amparo de la Letra j.16. En dicho proceso sería fundamental el apoyo de la Comisión como propulsor de la aprobación por parte de la Superintendencia de

Pensiones.

**En efecto, en virtud de los argumentos que pasamos a exponer, es posible sostener que la NCG 452 comprende la oferta pública de valores extranjeros:**

- (a) La NCG 452 no excluye explícitamente un tipo de registro de valores llevado por la Comisión como sería el Registro de Valores Extranjeros, por lo que es posible interpretar que la norma pretende eximir de la inscripción de los **Registros** llevados por la Comisión a modo general, lo que incluye el Registro de Valores Extranjeros. Por lo demás, el artículo 5 de la Ley N°18.045 dispone que en el Registro de Valores se deberán inscribir los valores que sean objeto de oferta pública, sin distinguir si dichos valores son nacionales o extranjeros.
- (b) En la sección III de la NCG 452, se señala que, para ofrecer estos valores exceptuados de inscripción, deberá indicarse en forma verbal, física o electrónica, que la oferta trata sobre valores no inscritos en los **Registros** que lleva la Comisión.
- (c) La sección IV, literal (ii) de la NCG 452 establece la obligación para del emisor cuyos valores se encuentren amparados en la excepción de inscripción, de enviar a la Comisión, entre otros, información relativa a la identificación del emisor, lo que corresponde al nombre o razón social, RUT, **número de pasaporte u otro documento oficial de documentación**, nacionalidad y domicilio en Chile, **o en su defecto, en el extranjero**. Esto permitiría interpretar que el emisor puede ser extranjero y por ende sus valores.
- (d) La NCG 452 deroga la Norma de Carácter General N°345, en la cual se eximían ciertas ofertas públicas de inscripción tanto en el Registro de Valores (nacional) como del Registro de Valores Extranjeros.

Finalmente, cabe también mencionar que no se opone a la posibilidad de que las AFP inviertan, directa o indirectamente, en instrumentos extranjeros transados en ScaleX amparándose en la referida Letra j.13, la exigencia establecida en la NCG 352 de que la oferta pública de valores extranjeros no inscritos en el Registro de Valores Extranjeros y que no cumplan con las condiciones establecidas en la sección III de dicha norma, esté dirigida a Inversionistas Calificados, pues ScaleX está limitado a Inversionistas Calificados.

## **2.4 Dar claridad sobre la participación de las AFPs en fondos de small-mid cap.**

### **Antecedentes.**

A comienzos del 2022 la Superintendencia de Pensiones intensificó los oficios a las AFP cuestionando el pago de comisiones a las inversiones en fondos nacionales compuestos

por acciones de baja y mediana capitalización ("Small Caps").

Luego, en noviembre del 2022 el Gobierno ingresó un proyecto de reforma previsional (la "Reforma Previsional"), dentro del cual se incluye una modificación a la regulación de las comisiones indirectas que se pagan a gestores con cargo a los fondos de pensiones, a través de una modificación al Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones ("RIFP"). El objetivo de esta modificación al RIFP, es limitar gastos excesivos de los fondos de pensiones, permitiendo el pago de comisiones indirectas para cuando ello sea justificado.

De esta manera, los gestores de las AFP asumirán directamente la gestión de activos nacionales transados en mercados públicos, mercado en el que ya tienen conocimiento, experiencia y acceso a la información.

- **Prohibición (regla general):** el RIFP establecerá la prohibición del pago de comisiones indirectas por parte de las AFP a gestores locales e internacionales, con cargo a los fondos de pensiones, que inviertan más de 10% en instrumentos de emisores nacionales que se transen en mercados públicos. Esto no aplicaría a los activos alternativos, pues la inversión en estos exige un conocimiento específico de gestión de empresas y gestores (por lo que se justifica el pago de la comisión).
- **Efectos en el mercado:** Sin las AFP invirtiendo en los fondos Small Cap es complejo que se desarrolle en profundidad el mercado de capitales. Si la norma presiona a que las AFP inviertan solo en valores que gestionan directamente, las AFP concentrarán sus inversiones en un número reducido de activos, como de hecho ha sucedido en los últimos años, dado que son pocos los activos con suficiente liquidez que justifican el costo y esfuerzo para que una AFP haga la gestión directamente. Además, el supuesto de conocimiento de los activos locales deja por fuera otros conceptos de eficiencia o liquidez, que son relevantes al gestionar un portafolio y proscriben, por ejemplo, el desarrollo de ETFs locales sobre índices bursátiles como el IPSA.

Los ETFs son los vehículos más eficientes para dar acceso al público inversionista a una canasta de activos diversificada y que por su estructura de fondo, optimiza los costos para pequeños inversionistas. No obstante, al prohibirse a las AFP pagar comisiones por este tipo de inversión con una porción de su portafolio, los ETFs de activos líquidos chilenos difícilmente lograrán la escala necesaria para que sean sostenibles. En efecto, en la actualidad, no hay un ETF local que sea exitoso y por tanto no existen vehículos eficientes que permitan dar acceso a portafolios diversificados y costo eficientes del IPSA al público inversionista.

### **Tramitación de la reforma de pensiones.**

- 19 de enero 2025: la Comisión de Trabajo también aprobó poner límite a las

comisiones de intermediación que pagan las AFP con cargo a los fondos de pensiones cuando invierten a través de terceros. En este sentido, estableció que no podrán pagarse con cargo a los fondos comisiones a vehículos de inversión o mandatarios que inviertan más de un 10% en emisores nacionales transables en mercados públicos, **a excepción de inversiones de baja o mediana capitalización.**

- 29 de enero de 2025: el Congreso aprobó la Reforma de Pensiones, quedando en condiciones de ser despachada para ser promulgada en marzo de 2025.

El texto aprobado señala, en relación con el pago de comisiones indirectas:

*Limitar el valor máximo de las comisiones indirectas que puedan ser descontadas de los fondos de pensiones a aquellas que correspondan exclusivamente a activos de baja liquidez y/o baja presencia en los mercados, incorporando un límite global, excluyendo su cobro en el mercado nacional, y limitándola a inversiones en el extranjero en activos que se reflejen en índices públicos. Tampoco se autorizará pagos de comisiones desde los fondos de pensiones para adquirir activos locales que se transen en mercados públicos, **con excepciones de activos alternativos y empresas de baja y mediana capitalización locales.***

Si bien se mantiene la prohibición general en los términos que fue planteada originalmente (*i.e.*, se prohíben los pagos de comisiones desde los fondos de pensiones para adquirir activos locales que se transen en mercados públicos), se amplía la excepción en el sentido de que sí pueden pagarse comisiones indirectas con cargo a los fondos de pensiones, en el marco de la inversión en:

- (i) Activos alternativos, y
- (ii) Empresas de baja y mediana capitalización locales, es decir, Small Caps.

Es interesante, además, señalar que otra de las reformas consiste en flexibilizar los actuales límites de inversión de las AFP, traspasando mayores facultades al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, lo que permite darle un mayor dinamismo al mercado.

En virtud de lo expuesto, queda claro que la Reforma Previsional excluye de la prohibición general en materia de comisiones indirectas la inversión por parte del fondo en cuestión en instrumentos de emisores nacionales de baja o mediana capitalización, según lo que defina el Régimen de Inversión<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Nótese que si bien la reforma de pensiones permite el pago de comisiones indirectas para la inversión de las AFPs en los fondos small cap, la prohibición general del pago de comisiones por parte de las AFPs está generando unos incentivos que distorsionan la estructura del mercado de capitales local y condiciona el tipo de productos que se desarrollan y ofrecen localmente y la forma en que se operan. Así por ejemplo, una AFP preferirá realizar operaciones de cobertura mediante swaps o forwards en el mercado OTC, local o extranjero, porque la comisión del intermediario está incluida en el precio cotizado del swap o forward y por tanto podrá ser cargado al fondo. En un mercado de futuros, las administradoras tendrían que asumir los costos cobrados por la bolsa y la ECC lo cual desincentiva la participación de la AFP, aún si el costo agregado del spread más comisiones es menor para el afiliado y con menor riesgo de contraparte. Esta misma situación condiciona la posibilidad de desarrollar un mercado de derivados estandarizados local, de ETFs como ya se mencionó y en general, de

## Propuesta.

En este sentido proponemos que la CMF y la Superintendencia de Pensiones **den claridad, tanto en el RIFP como en la demás normativa aplicable, sobre las condiciones en las que se considera aceptable la inversión a través de vehículos colectivos, aún para activos líquidos locales, y el pago de comisiones.** Esta propuesta va en línea con el concepto de construir un ecosistema completo que permita que los vasos comunicantes entre los diferentes segmentos del mercado de capitales funcionen eficientemente. Un ecosistema donde se reconozca la labor que realizan los administradores de fondos en la canalización de financiamiento para las empresas de baja y mediana capitalización local, pero también en el que el pequeño inversionista puede participar en vehículos de inversión diversificados y costo eficientes. Al excluir o desincentivar a las AFPs a participar en los diferentes productos del mercado se limita su desarrollo y se atenta contra el adecuado funcionamiento del ecosistema completo.

Se debería procurar que la normativa sea clara y estimule la creación de fondos y vehículos que permita a las AFPs invertir en empresas small y mid-cap, en activos alternativos locales, pero también en vehículos locales de activos líquidos cuando ello agregue valor, incluso ampliando el alcance de la norma recientemente aprobada en la reforma de pensiones. Estas recomendaciones cobran importancia, considerando la próxima revisión del RIFP que realizará la autoridad.

## 2.5 Modificación del Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones, Incorporando el Producto de Repos.

### Antecedentes.

La Ley N° 3.500, que establece el régimen previsional en Chile, define un marco normativo para la inversión de los recursos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante, AFP). El artículo 45 de la ley establece que estos fondos deberán invertirse “únicamente en los instrumentos que autorice la Superintendencia de Pensiones”, respetando principios de seguridad, rentabilidad y liquidez.

Actualmente, si bien las AFP pueden participar en instrumentos de renta fija, el uso de operaciones de pacto de retrocompra (en adelante, repos) no está expresamente autorizado como instrumento de inversión, ni como mecanismo de gestión de liquidez en condiciones regulares de mercado.

En 2023, el Banco Central de Chile implementó una “ventanilla REPO” para ofrecer

---

productos financieros más transparentes, que hacen explícita la comisión, a diferencia del mercado de intermediación. La revisión del RIFP debería abordar estructuralmente este tema porque termina condicionando el desarrollo del mercado local.

liquidez a las AFP en momentos de tensión de mercado, demostrando su conveniencia y la viabilidad técnica y operativa de este instrumento en el contexto previsional. Sin embargo, este uso está restringido a situaciones excepcionales y no está normativamente integrado como una herramienta habitual de inversión o gestión de liquidez.

### **Propuesta.**

En el 2.4 precedente se mencionó la relevancia del contenido de las RIFP. En base a los argumentos mencionados a continuación, se propone: **modificar DL N°3.500**, en particular el **artículo 45** o su reglamento asociado, para incorporar expresamente **las operaciones de pacto de retrocompra (repos) sobre instrumentos de renta fija con un mínimo de calidad crediticia** como instrumentos autorizados para la inversión de los fondos de pensiones, máxime si se compensan y liquidan a través de una ECC. Además, de la incorporación en las derivadas Normas de Carácter General dispuestas por la Superintendencia de Pensiones de este tipo de productos y su tratamiento en términos de gestión de riesgos.

### **Argumentos.**

Los argumentos para realizar lo anterior radican en lo siguiente:

- a. Fortalecimiento de la Gestión de Liquidez: Las operaciones repo permiten a las AFPs acceder a liquidez inmediata sin necesidad de liquidar instrumentos en condiciones de mercado desfavorables, lo que es particularmente útil para cumplir con rescates masivos o rebalances de cartera.
- b. Reducción del Riesgo de Venta Forzada: Durante episodios de estrés financiero, la capacidad de recurrir a repos evita ventas de activos en pérdidas, protegiendo la rentabilidad de los fondos y, por ende, los ahorros previsionales.
- c. Profundización del Mercado de Renta Fija: La participación de AFPs en el mercado repo aumentaría la profundidad y liquidez de los instrumentos de renta fija locales, lo que mejora la eficiencia del mercado, la formación de precios y beneficia a otros participantes institucionales.
- d. Alineación con Estándar Internacional: En la mayoría de los sistemas previsionales desarrollados, como por ejemplo el Estadounidense<sup>9</sup>, los fondos previsionales utilizan repos como herramientas regulares de inversión y gestión de tesorería. Incorporar esta figura al régimen chileno alinea la regulación con estándares internacionales. Adicionalmente, a nivel global, se está evolucionando a llevar la compensación y liquidación de los Repos a ECC, lo cual mejora la experiencia en la liquidación de estas operaciones y elimina el riesgo de contraparte para las

---

<sup>9</sup> <https://www.sec.gov/files/mmfs-and-repo-market-021721.pdf>

AFPs.

## **2.6 Modernización del marco normativo para la figura de promotores de liquidez.**

### **2.6.1 Mantención de Ofertas de Compra y Venta**

#### **Antecedentes.**

La Norma de Carácter General N°327, que establece las condiciones para que un valor sea considerado de presencia bursátil, en la sección III referida a Market Makers, literal c) menciona lo siguiente:

“Que obligue al corredor de bolsa a mantener vigentes en los sistemas bursátiles de negociación, de calce automático, una oferta de compra y una oferta de venta, ambas divisibles por el lote padrón mínimo que corresponde al tipo de valor sobre el que trata la presencia, en los siguientes términos:

1. Cada oferta deberá ser por un monto visible igual o superior a 500 unidades de fomento diarias.
2. La suma de la oferta de compra y de venta deberá ser siempre igual o superior a las 1.000 unidades de fomento diarias.
3. La diferencia de precios entre ambas ofertas no podrá superar el 3% del precio de la compra.

#### **Propuesta.**

Modificar la normativa aplicable, en el sentido de permitir que las bolsas puedan estructurar programas de promotores de liquidez que cumplan con los principios generales de mantener órdenes y spreads pero que den flexibilidad en su diseño, teniendo en cuenta, por ejemplo, elementos como el tamaño del flotante, la liquidez, disponibilidad de las acciones en préstamo y los riesgos asociados, entre otros. De esta manera, podrían, por ejemplo, regular que la mantención de ofertas de compra y de venta, por un monto no inferior a 500 unidades de fomento, se pueda cumplir con más de una orden en ambas puntas, sin alterar el mencionado spread normativo.

Esto permite diversos beneficios hacia los formadores de liquidez:

- a) Mayor Flexibilidad: Permitir que la exigencia de presencia bursátil se cumpla con múltiples órdenes en cada lado (compra y venta) da a los Market Makers mayor flexibilidad en la gestión de sus posiciones y en la manera en que contribuyen a la

liquidez del mercado. Esto reduce la rigidez operativa y permite que los creadores de mercado optimicen sus estrategias sin comprometer la finalidad de la norma.

- b) Incremento de la Liquidez y Profundidad del Mercado: Al posibilitar que se cumpla la mantención de ofertas con múltiples órdenes, se fomenta un mayor volumen de órdenes activas en el libro de órdenes. Esto mejora la profundidad del mercado y facilita la ejecución de transacciones para otros participantes, reduciendo el impacto de grandes órdenes y disminuyendo la probabilidad de spreads artificialmente amplios por falta de liquidez.
- c) Disminución del Riesgo de Concentración de Órdenes: Si la norma exige una única orden para cumplir con el mínimo de 500 UF en cada punta, se puede generar concentración en un solo participante o en una única orden, lo que aumenta el riesgo de cancelación repentina de liquidez en momentos críticos. Al permitir varias órdenes, se diversifica la fuente de liquidez y se reduce el riesgo de impacto adverso si un participante decide retirar su orden.
- d) Facilita el Cumplimiento Normativo sin Desincentivar la Participación: Para algunos Market Makers, mantener una única orden grande puede ser más riesgoso que distribuir la liquidez en varias órdenes más pequeñas. Esto puede desincentivar su participación. Con la flexibilización propuesta, se facilita el cumplimiento de la normativa sin comprometer la estabilidad del mercado ni la presencia bursátil del instrumento.
- e) Alineación con Estándar Internacional: En otros mercados con esquemas de formadores de liquidez, se permite que la presencia de órdenes en ambos lados del libro se cumpla con múltiples órdenes mientras se mantengan los criterios de cantidad mínima y spread. Esto asegura un flujo de liquidez continuo sin imponer restricciones innecesarias a los Market Makers. El Reglamento Delegado (UE) 2017/578<sup>10</sup>, que desarrolla las obligaciones de los Market Makers dentro de MiFID II, establece en el Artículo 2(1), que los Market Makers deben “mantener precios de compra y venta de manera continua en tamaños de cotización comparables a los volúmenes de mercado”, sin especificar que esta obligación deba cumplirse con una única orden. Esta flexibilidad permite a los Market Makers distribuir su liquidez en varias órdenes, asegurando mayor profundidad en el libro de órdenes.

## **2.6.2 Tratamiento Tributario a la Presencia Bursátil Determinada por la Actividad de Market Makers.**

### **Antecedentes.**

---

<sup>10</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0578>

La Ley sobre Impuesto a la Renta (en adelante, LIR) establece, en el Artículo 110, un tratamiento tributario preferencial para las ganancias de capital obtenidas en la enajenación de acciones que cumplan ciertos requisitos. En particular, para acceder a la exención de impuestos, se exige que las acciones tengan presencia bursátil, según los criterios definidos por la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante, CMF).

La normativa actual hace una distinción entre acciones que adquieren presencia bursátil de manera natural y aquellas que la obtienen a través de la actividad de formadores de liquidez. Para el segundo caso, el beneficio tributario solo se aplica durante un año contado desde la fecha de la primera oferta pública de valores, según una modificación legal de febrero de 2020.

En la propuesta contenida en el numeral 2.2 precedente proponemos eliminar el requisito de la presencia bursátil para que la ganancia de capital en la enajenación de ciertos valores sea un ingreso no renta. Sin perjuicio de lo anterior, y dado que dicha propuesta pudiese ser objeto de una gestión legislativa más extensa, proponemos un ajuste a la ley de la renta, en el sentido que expresamos a continuación: modificar el Artículo 110 de la LIR en el sentido de eliminar la exigencia de “el tratamiento del mayor valor según las reglas de este Título VI aplicará sólo por el plazo de un año contado desde la primera oferta pública de valores que se realice luego de inscrito el emisor o depositado el reglamento en el correspondiente registro de la Comisión para el Mercado Financiero, según corresponda”.

## **2.7 Financiamiento Colectivo.**

### **Antecedentes.**

La presente propuesta tiene como objetivo solicitar una modificación regulatoria que permita a la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) o alguna sociedad relacionada desarrollar la actividad de financiamiento colectivo sin la restricción de giro exclusivo, tal como lo menciona la Ley Fintech en su artículo 6. Se propone modificar este artículo para incluir una excepción para las bolsas de valores o sus empresas relacionadas, permitiéndoles operar plataformas de financiamiento colectivo sin la obligación de ser una sociedad de giro exclusivo.

Actualmente, la Ley Fintech de Chile (Ley 21.521) exige que las entidades que presten servicios de financiamiento colectivo sean sociedades de giro exclusivo. El giro exclusivo encarece la prestación del servicio innecesariamente, en particular para sociedades que ya son objeto de supervisión por parte de la CMF. En Colombia, el **Decreto 2555 de 2010**, en su **Artículo 2.41.1.1.3**, establece que esta actividad debe ser desarrollada por **sociedades anónimas de objeto exclusivo denominadas sociedades de financiación colaborativa**, pero introduce una excepción que permite que **las bolsas de valores y los sistemas de negociación o registro de valores autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia también puedan realizar la actividad de**

**financiación colaborativa.** Esta disposición ha permitido que la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) administre exitosamente la plataforma a2censo sin necesidad de crear una sociedad de objeto exclusivo, producto de lo cual exhibe:

- más de **14,400 inversionistas** registrados y activos en la plataforma, y
- 211 campañas de financiamiento de más de 170 empresas, movilizand o más de **25,8 millones de dólares** en inversión.

En definitiva, el impulsar una plataforma de financiación debe traer como consecuencia:

- mayor acceso a financiamiento para empresas de menor tamaño, fortaleciendo el ecosistema emprendedor chileno,
- aumento de la confianza de inversionistas retail e institucionales en el crowdfunding,
- creación de un mercado de capitales más profundo, diversificado y accesible.
- implementación de estándares tecnológicos avanzados que optimicen la operación del crowdfunding en Chile.
- Desarrollo de una cultura de inversión retail, promoviendo la democratización del acceso al mercado de valores.

## **Propuesta.**

Para la implementación exitosa de una plataforma de financiamiento colectivo, proponemos modificar la **Ley 21.521**, permitiendo que la Bolsa de Comercio de Santiago o una sociedad relacionada puedan administrar una plataforma de financiamiento colaborativo sin la exigencia de objeto exclusivo.

## **2.8 Mini-bonds. Del régimen simplificado para títulos de deuda.**

### **Antecedentes.**

El objetivo de los mini-bonds es constituirse en una fuente de financiamiento complementaria a la bancaria para empresas medianas ya que puede reducir los costos de financiamiento y aumentar los plazos de la deuda.

La Ley Fintech agregó un nuevo título (Título XXIX) a la Ley N°18.045 incorporando un nuevo tipo de título de deuda, con un régimen de inscripción simplificado y, por tanto, de menor costo y que tiene por objeto facilitar el acceso al mercado de capitales a empresas medianas.

Para Kevin Cowan<sup>11</sup>, este nuevo título de deuda abre un espacio similar al que abrió la figura de la oferta pública de acciones exceptuada de inscripción, para la creación del mercado ScaleX: *es de esperar que ocurra algo similar con los mini-bonds chilenos, donde la*

---

<sup>11</sup><https://www.ex-ante.cl/las-otras-opportunidades-que-abre-la-ley-fintec-por-kevin-cowan/#:~:text=Es%20de%20esperar%20que%20ocurra%20algo%20similar,acceso%20a%20financiamiento%20de%20las%20empresas%20medianas.>

*combinación de una normativa flexible, la innovación privada, y si fuese necesario la colaboración público-privada, permitan potenciar el acceso a financiamiento de las empresas medianas.*

Los títulos de deuda regulados por el nuevo Título XXIX, **que cumplan con las características o condiciones que establezca la Comisión mediante norma de carácter general (“NCG”)**, ya sea **respecto del emisor, monto de la emisión, colocación o el inversionista al que se dirige la oferta**, entre otras, podrán acogerse a la modalidad de régimen simplificado allí establecido. Adicionalmente, por la inscripción de estos títulos de deuda, no procederá cobro de derecho alguno por parte de la Comisión.

### **Propuesta.**

Si bien conforme al artículo primero transitorio de la Ley Fintech, la NCG relativa al régimen simplificado establecido en el Título XXIX de la Ley N°18.045 debió ser dictada dentro del plazo máximo de 18 meses que venció el 04 julio de 2024, a la fecha dicha norma no ha sido dictada aún ni existe normativa en consulta pública, no obstante encontrarse incluida en el Plan de Regulación para el período 2024-2025 de la Comisión con fecha de inicio primer semestre 2024 y fecha de término primer semestre 2025<sup>12</sup>. Por lo anterior, cabe solicitar su puesta en consulta y posterior dictación.

## **2.9 Modernización de la inscripción de valores en el Registro de Valores de la Comisión.**

### **Antecedentes.**

El procedimiento para inscribir valores de oferta pública en el Registro de Valores de la Comisión se encuentra regulado en la Norma de Carácter General N°30 dictada por dicho organismo (“NCG 30”).

Dicha normativa establece un procedimiento largo y costoso, lo que implica una desventaja frente a mercados bursátiles extranjeros. Al respecto, es importante señalar que cada vez que se hace un aumento de capital en el emisor respectivo, dichas acciones de primera emisión deben ser inscritas en el Registro de Valores, por lo que el procedimiento señalado en la NCG 30 debe volver a repetirse. En parte, este costoso y lento proceso ha contribuido a disminuir el apetito de las empresas para realizar emisiones de capital en el mercado primario, razón por la cual en los últimos años prácticamente no se han visto colocaciones de primera emisión.

### **Propuesta.**

Una alternativa para modernizar este sistema podría ser la creación de un mecanismo

---

<sup>12</sup> [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-80622\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-80622_doc_pdf.pdf).

similar o análogo a la inscripción automática de títulos de deuda (Norma de Carácter General N°451), lo que sería consistente con la modificación introducida por la Ley Fintech al artículo 5 de la Ley N°18.045<sup>13</sup>, por la cual se eliminó la obligación de inscripción de emisores en el Registro de Valores de la Comisión y, en consecuencia, sólo se exige la inscripción de los valores que sean objeto de oferta pública en dicho registro.

### **Argumentos.**

Suponiendo que la información que exige la NCG 30 a los emisores de valores de oferta pública, fuese entregada a la Comisión por una única vez (considerando las obligaciones de información continua a las cuales quedan sujetas los emisores de valores de oferta pública) y luego, ante una nueva colocación de acciones en la bolsa, solamente fuese necesario remitir los antecedentes relativos a ese aumento de capital, el procedimiento de registro de valores podría ser menos costoso tanto para el emisor como para la Comisión y haría más competitivo el mercado chileno.

---

<sup>13</sup> La modificatoria indicada debe entenderse en vigencia en virtud de la dictación de la NCG N°492.

### **3. EJE: GOBIERNOS CORPORATIVOS.**

#### **3.1 Agilizar la aprobación de modificaciones de estatutos de las sociedades anónimas especiales.**

##### **Antecedentes.**

Conforme las normas del Título XIII de la Ley N°18.046, la Comisión debe aprobar las reformas estatutarias de las sociedades anónimas especiales (dentro de las que se incluyen las bolsas de valores).

Si bien la Ley Fintech eliminó el requisito de aprobación a las reformas de estatutos que sólo tengan por finalidad aumentar el capital de la sociedad cuando dicho aumento sea enterado en moneda de curso legal o en aquellas divisas que cumplan con las condiciones que establezca la Comisión por normativa, cualquier otra reforma estatutaria requiere aprobación de la Comisión. Esto genera dilaciones que pueden extenderse hasta por un año, lo que impacta negativamente en el desenvolvimiento corporativo de las sociedades.

##### **Propuesta.**

Por esto se propone que se establezca un procedimiento de control posterior a las reformas de estatutos de las sociedades anónimas especiales, en el sentido de que una vez legalizada la modificación a los estatutos, el emisor deba informar dentro de cinco días hábiles el contenido de la reforma y la documentación que da cuenta de esto. Lo anterior con excepción de ciertas materias que, a juicio del regulador, deban ser objeto de un control previo. Este control previo debiese consistir en un proceso de aprobación simplificado, que contenga un plazo acotado a 30 días desde la fecha de la solicitud, el cual se suspenderá si la Comisión, mediante comunicación escrita, pide información adicional al petionario, reanudándose tan sólo cuando se haya cumplido con dicho trámite.

## ANEXOS

### Anexo n°2.1

#### Propuesta de modificación del Artículo 17, n°6 inciso 2°: Enajenación de acciones crías

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>Las acciones (o la parte de las acciones) que un accionista se le distribuye como resultado de la capitalización de utilidades de una empresa (ya sea como acciones totalmente liberadas, aumento del valor nominal, o parte liberada de acciones parcialmente liberadas) se consideran sin costo de adquisición.</li> <li>No procede el beneficio del artículo 107 para la ganancia obtenida en la enajenación de estas acciones respecto de aquella parte liberada que provino de una capitalización de utilidades.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se mantiene que las acciones (o la parte de las acciones) que se les distribuyen a los accionistas como resultado de la capitalización de utilidades de una empresa (ya sea como acciones totalmente liberadas, aumento del valor nominal, o parte liberada de acciones parcialmente liberadas) se consideran sin costo de adquisición.</li> <li>Se elimina la referencia a la exclusión del beneficio del artículo 107, teniendo por efecto que el mayor valor en la enajenación de dichas acciones se pueda beneficiar del tratamiento del artículo 107.</li> </ul>

#### Propuesta de modificación del Artículo 17, n°8, k): Préstamo o arriendo de acciones en operaciones de venta corta

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>La cesión u restitución de acciones de una S.A. abierta con presencia bursátil con ocasión de un préstamo o arriendo en una operación de venta corta no se trata como una enajenación desde el punto de vista tributario, siempre y cuando la adquisición de las acciones cumpla con ciertas condiciones.</li> <li>Condiciones: Las acciones prestadas debían haber sido</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se mantiene que no será enajenación la cesión u restitución de acciones de una S.A. abierta con ocasión de un préstamo o arriendo en una operación de venta corta.</li> <li>Se elimina el requisito de que las acciones deban tener presencia bursátil.</li> <li></li> </ul>

<p>adquiridas en bolsa de valores de Chile o en un proceso de oferta pública de acciones con motivo de una constitución de sociedad o aumento de capital, o colocación de acciones de primera emisión.</p>	
--	--

**Propuesta de modificación del Artículo 107, n°1: Enajenación de títulos representativos de capital y derivados.**

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La ganancia obtenida al vender o rescatar acciones de sociedades anónimas abiertas constituidas en Chile y con presencia bursátil se grava con un impuesto único del 10%.</li> <li>• Para que aplique este impuesto único deben cumplirse varios requisitos, entre ellos, la venta debe realizarse en una bolsa de valores chilena autorizada por la CMF, en una oferta pública de adquisición de acciones, o en el contexto de aportes regidos por el artículo 109.</li> <li>• No se contempla la tributación de forwards, futuros, swaps, opciones y otros derivados relacionados con acciones.</li> <li>• La Ley N.° 20.544 regula los derivados, pero sin alinearse con el régimen tributario de la Ley sobre Impuesto a la Renta.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No constituye renta el mayor valor obtenido en la enajenación de acciones o cualquier otro título representativo de capital de sociedades –de cualquier naturaleza–, ya sean constituidas en Chile o en el extranjero, inscritos en una bolsa de valores de Chile autorizadas por la CMF.</li> <li>• Es decir, se elimina la exigencia de que las acciones sean emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil y constituidas en el país.</li> <li>• Esta tributación también beneficia a forwards, futuros, swaps, opciones y cualquier otro derivado cuyo valor dependa de acciones o títulos representativos del capital, siempre que dicho mayor valor deba tributar en Chile de acuerdo con la Ley n.° 20.544 y que la enajenación del derivado se realice en una bolsa del país autorizada por la CMF.</li> <li>• A estos derivados no se les aplica el “mark to market” del numeral 4 del artículo 5° de la Ley n.° 20.544.</li> </ul>

## Propuesta de modificación del Artículo 107, n°2: Cuotas de fondos de inversión

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La ganancia obtenida al vender o rescatar cuotas de fondos de inversión con presencia bursátil se grava con un impuesto único del 10%.</li> <li>• Este tratamiento también aplica respecto de las cuotas que no tengan presencia bursátil cuando: (i) el fondo se liquide o sus participes acuerden una disminución de capital y (ii) la política de inversiones del fondo contemple que a lo menos el 90% de su cartera se destinará a la inversión de acciones con presencia bursátil.</li> <li>• Este último requisito se entenderá incumplido cuando las inversiones en acciones con presencia bursátil del fondo sean inferiores a 90% por un periodo, continuo o discontinuo, de más de 30 días en un año calendario.</li> <li>• Ahora, teniendo o no presencia bursátil, ambos casos exigen que el fondo tenga por política distribuir la totalidad de dividendo o distribuciones e intereses percibidos que provengan de los emisores de los valores invertidos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No constituye renta el mayor valor obtenido en la enajenación de cuotas de fondos de inversión, sin considerar si estas cuentan con presencia bursátil o no, siempre que la enajenación se hubiese efectuado en una bolsa chilena autorizada. También aplica para el rescate de las cuotas del fondo, siempre y cuando este se encuentre inscrito en una bolsa.</li> <li>• Se eliminan todos los demás requisitos.</li> </ul>

### Propuesta de modificación del Artículo 107, n°3: Cuotas de fondos mutuos

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La ganancia al vender o rescatar cuotas de fondos mutuos cuando estas o sus inversiones consistan en valores con presencia bursátil, constituye un ingreso no renta.</li> <li>• Para que aplique este impuesto, la venta/rescate debe ser en bolsa chilena autorizada por la CMF, mediante aporte según artículo 109, o mediante rescate directo conforme al artículo 109.</li> <li>• Por su parte, las cuotas deben haberse adquirido mediante la emisión de cuotas del fondo, en bolsa chilena autorizada, o en rescate de valores según el artículo 109.</li> <li>• Por último, se establecen requisitos respecto a la política de inversión del fondo, entre los cuales se exige que debe establecer que su cartera principalmente (a menos un 90%) sean inversiones en valores con presencia bursátil según el art. 107 y los valores del 104.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No constituye renta el mayor valor obtenido en la enajenación de cuotas de fondos mutuos, sin considerar si estas cuentan con presencia bursátil o no, siempre que la enajenación se hubiese efectuado en bolsa chilena autorizada, mediante aporte según artículo 109, o mediante rescate directo conforme al artículo 109.</li> <li>• Se eliminan todos los demás requisitos.</li> </ul>

### Propuesta de modificación del Artículo 107, n°4: Regla de los 90 días

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regla de los 90 días: Al enajenar un valor dentro de los 90 días siguientes a la fecha en que perdió su presencia bursátil, el impuesto sobre la ganancia (mayor valor) se calcula de una manera especial:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ La ganancia hasta el precio promedio que el valor tuvo durante los últimos 90 días en que sí tuvo presencia bursátil se grava con el impuesto único del 10%.</li> <li>○ Cualquier ganancia por encima de ese precio promedio se grava con los impuestos correspondientes (IDPC, IGC o IA).</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se elimina la Regla de los 90 días.</li> </ul>

### Propuesta de modificación del Artículo 107, n°5-9: Normas relativas al impuesto único del 10%

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dichos numerales establecen normas relativas a las pérdidas en operaciones, retención y declaración del impuesto único de 10%, determinación del mayor valor, efectos del pago, y la norma de exención de inversionistas institucionales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Al eliminarse el impuesto de 10%, se eliminan también estas reglas.</li> </ul>

## Propuesta de modificación del Artículo 110: Tratamiento de los Market Makers

Norma actual	Propuesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para que un valor se considere que tiene 'presencia bursátil' según la LIR, debe cumplir con los requisitos establecidos en la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. La Ley, a su vez, señala que la CMF establecerá que se entiende por presencia bursátil mediante una norma de carácter general.</li> <li>• Excepcionalmente, cuando la 'presencia bursátil' de un valor se basa exclusivamente en un contrato <i>market maker</i>, el tratamiento especial sobre las ganancias establecido en el Título VI solo aplicará por un año desde la primera oferta pública de valores luego de la inscripción del emisor o depositado de reglamento en el registro correspondiente de la CMF.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se mantiene la definición de valores con presencia bursátil conforme a la Ley N.º 18.045 de Mercado de Valores.</li> <li>• Se elimina la referencia a la limitación de un año para el tratamiento de las ganancias en valores con presencia bursátil derivada de un contrato <i>market maker</i>.</li> </ul>

## Anexo n°2.2

Modifíquese el Código Tributario contenido en el Decreto Ley número 830 de 1974 en el siguiente sentido:

1. Agréguese al artículo 66 del Código Tributario el siguiente inciso final, nuevo:  
"Con todo, se encontrarán eximidos de obtener Rol Único Tributario los contribuyentes sin domicilio ni residencia en Chile cuando estos inviertan exclusivamente en instrumentos de deuda de oferta pública a que se refiere el artículo 104 de la Ley sobre Impuesto a la Renta".

Modifíquese la Ley sobre Impuesto a la Renta contenida en el artículo 1° del Decreto Ley número 824 de 1974 en el siguiente sentido:

1. En el artículo 20 número 2°, elimínense su inciso segundo.
2. En el artículo 54, elimínese su numeral 4°.
3. En el artículo 59 número 1°, elimínese su letra h).
4. En el artículo 74, elimínense los numerales 7 y 8.
5. Reemplácese el artículo 104 por el siguiente:  
"Artículo 104. No obstante, lo dispuesto en el artículo 17°, número 8°, no constituirá renta el mayor valor obtenido en la enajenación de los instrumentos de deuda de oferta pública a que se refiere este artículo, siempre que se cumpla con los siguientes requisitos copulativos:  
  - a) Que se trate de instrumentos de deuda de oferta pública previamente inscritos en el Registro de Valores conforme a la ley N.° 18.045.
  - b) Que hayan sido emitidos en Chile.

Los instrumentos emitidos por el Banco Central de Chile o por la Tesorería General de la República podrán acogerse a lo dispuesto en este artículo aunque no cumplan con uno o más de los requisitos señalados, siempre que los respectivos títulos se encuentren incluidos en la nómina de instrumentos elegibles que, para estos efectos, establecerá el Ministro de Hacienda mediante decreto supremo expedido bajo la fórmula "Por orden del Presidente de la República", y que cumplan con las características y condiciones que en el mismo se definan. Tratándose de los instrumentos emitidos por el Banco Central de Chile, su inclusión en dicha nómina de instrumentos elegibles deberá ser previamente solicitada por dicho organismo.

Las pérdidas obtenidas en la enajenación de los instrumentos a que se refiere este artículo solamente serán deducibles de los ingresos no constitutivos de renta del contribuyente.”

 nuam