



REPORTAJE

LAS REFORMAS QUE LE CAMBIARON LA CARA AL MERCADO DE CAPITALES

CRISIS FINANCIERAS, ESCÁNDALOS CORPORATIVOS Y TENDENCIAS MUNDIALES DE MODERNIZACIÓN, GENERARON NUEVAS LEGISLACIONES QUE HAN APORTADO MAYOR TRANSPARENCIA AL MERCADO LOCAL. SIN EMBARGO, AÚN QUEDAN TEMAS PENDIENTES.

Por Sebastián Valdenegro

LOS ÚLTIMOS 25 AÑOS han sido sinónimo de cambios para el mercado de capitales a nivel global, y Chile no ha sido la excepción, con transformaciones que se han ido gestando no sólo a partir de la evolución e incremento en el tamaño de los mercados -a la par del ingreso de nuevos inversionistas, como las AFP-, sino también gracias a experiencias traumáticas que han remecido los cimientos del mundo empresarial y de la opinión pública.



RÉPLICAS HOY: EL RUIDO DE LAS CASCADAS

El pasado 10 de septiembre, la SVS levantó cargos contra Julio Ponce y una serie de ejecutivos de las sociedades Cascadas mediante las cuales el empresario controla SQM, por supuestas infracciones en transacciones entre empresas relacionadas que habrían sido realizadas en condiciones por debajo del mercado.

Fernando Lefort, de la UDP, ha sido uno de los principales críticos del esquema de control mediante cascadas, señalando que la legislación tiene una tarea pendiente en ese ámbito. "Esta estructura tiene claramente beneficios desde el punto de vista de gestión y financiamiento,

pero genera un sinnúmero de situaciones complicadas que, o se manejan bien, o quizás sea mejor cerrar algunas puertas. Se generan muchos incentivos complicados", advierte.

Luis Hernán Paúl, de la UC, pone paños fríos y argumenta que aún es prematuro analizar la situación regulatoria en base a este caso, considerando que recientemente se hizo público el levantamiento de cargos. "Quizás más adelante exista mayor información, que conduzca a cambios regulatorios. De momento, para mí no es tan obvio que sea un caso donde se necesite mayor regulación", advierte.



FERNANDO LEFORT, UDP.



GUILLERMO TAGLE, IM TRUST.



LUIS HERNÁN PAÚL, UC.



ALBERTO ETCAGARAY, BOARD.

En el ámbito internacional, los expertos coinciden en destacar los casos Enron (que cayó en 2001) y WorldCom (2002), cuyas administraciones "maquillaron" los estados financieros y ocultaron pérdidas durante años, removiendo los pilares de la cultura corporativa norteamericana, dando origen, en 2002, a que el Congreso de Estados Unidos aprobara la denominada Ley Sarbanes-Oxley que, en lo medular, aumentaba las atribuciones de los reguladores y fortalecía las penas contra los delitos de contabilidad, incrementando la supervisión a las auditoras externas y resguardando a los accionistas mediante la investigación de las operaciones que pudieran dañar el patrimonio de los no controladores.

En Chile, y cinco años antes de que estallaran estos escándalos, otra compañía del sector energético hacía noticia y generaba también una legislación cuyo objetivo fue defender a los accionistas

minoritarios ante posibles maniobras de los controladores que los perjudicaran.

CASO CHISPAS, EL PUNTO DE INFLEXIÓN

Entre agosto y octubre de 1997, el mercado chileno se mantuvo en vilo luego de que se detectaran irregularidades en el ingreso de Endesa España a la propiedad de Enersis. José Yuraszeck, gerente general de la eléctrica chilena, había suscrito contratos con la ibérica para vender el esquema de control de la compañía sin conocimiento del directorio, además de negociar la venta de su paquete accionario -y el de los principales ejecutivos- en condiciones favorables, perjudicando a los accionistas minoritarios que obtuvieron menores precios para la venta de sus papeles. Fue el llamado "Caso Chispas", escándalo que dio origen a la Ley de Oferta

REPORTAJE

CRONOLOGÍA DE LOS PRINCIPALES HITOS DEL MERCADO DE CAPITALES CHILENO



• MAYO
Telefónica CTC Chile vende su filial de Internet a Terra Networks, filial de Telefónica España, en US\$ 49 millones, con la férrea oposición de las AFP, que acusan que valorización estuvo por debajo del precio de mercado.



PRESIDENTE RICARDO LAGOS Y EL MINISTRO DE HACIENDA, NICOLÁS EYZAGUIRRE

• NOVIEMBRE
Se promulga la ley de OPA. Se establecen mecanismos para proteger a minoritarios en operaciones de toma de control de compañías.

1997

1998

1999

2000

2001

2002

2003

2004

2005

2006

• OCTUBRE
Estalla caso Chispas. Ejecutivos de Enersis venden su paquete accionario en condiciones privilegiadas a Endesa España.



JOSÉ YURASZEK, GERENTE GENERAL DE ENERSIS

• Se lanza la primera agenda de mercado de capitales (MKI). Tras la crisis asiática, el énfasis es promover el ahorro en la población, aumentar la liquidez del mercado local y promover la participación de los institucionales en el mercado local, mediante la creación de los multifondos.

• FEBRERO
Estalla caso Inverlink. Secretaria del presidente del Banco Central, Pamela Andrada, filtró información desde el computador de Carlos Massad al socio del holding, Enzo Bertinelli, quien se beneficiaba con fondos públicos de Corfo y operando con información privilegiada.



EDUARDO MONASTERIO, PRESIDENTE DE INVERLINK, ESCORTADO POR FUNCIONARIOS DE LA PDI

• Se lanza MKII, como respuesta al caso Inverlink. Se enfatiza la eliminación de barreras burocráticas, generar incentivos tributarios y estructuras societarias para potenciar emprendimiento, capital de riesgo e innovación.

Pública de Adquisición (OPA), que reguló el traspaso de propiedad de las sociedades anónimas.

Para Fernando Lefort, decano de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad Diego Portales (UDP), este caso cambió "dramáticamente" las reglas del juego para el mercado local pues derivó en la creación del comité de directores y el establecimiento de mecanismos para evitar la discriminación entre accionistas de una misma serie e informar al mercado con anticipación la intención de tomar control de una empresa. Cambios que apuntaron a generar mayor transparencia y fiscalización a este tipo de operaciones.

"Antes de la Ley, cuando un controlador quería vender un paquete accionario importante, simplemente negociaba en privado y los minoritarios se encontraban a la mañana siguiente con un nuevo controlador, sin haber tenido participación alguna en ese proceso", sostiene.

La fusión de Falabella y Sodimac en 2003; LAN y TAM en 2010, y la venta de las AFP Cuprum y Provida el año pasado, son muestras de que las nuevas reglas del juego, al menos en lo referido a la protección de los minoritarios y la transparencia de las transacciones, han dado resultado y los procesos han resultado mucho más expeditos que en 1997.

En ese sentido, el director ejecutivo del Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile, Dieter Linneberg, describe a la

Ley de OPA como "la madre de todas las reformas" para el mercado de capitales, argumentando que los resultados de su implementación se pueden constatar en la valorización de las empresas chilenas.

"Si vemos cuánto se ha valorizado el mercado de capitales desde 2000 a la fecha, se observan resultados espectaculares", acota. En efecto, entre noviembre de 2000 y agosto de 2013, la capitalización bursátil de las empresas chilenas pasó de US\$ 38.000 millones a US\$ 185.000 millones (alza cercana al 400%), coincidiendo con el aumento de la participación de las AFP en las compañías chilenas a partir de la creación de los multifondos en 2002.

EL MERCADO SE ACTUALIZA

La Ley de OPA fue la primera de una serie de reformas que le cambiaron radicalmente la cara al mercado chileno.

La agenda de mercado de capitales (conocida como "MK") comenzó a ser punto clave en las prioridades de los gobiernos de la Concertación y de la Alianza para modernizar al sector. En 2001, 2005 y 2010 se lanzaron las distintas agendas (ver recuadro), a la par se fue reformando la legislación, en muchos casos motivados por escándalos empresariales y controversias corporativas como la polémica venta de la filial de Internet de Telefónica Chile a su matriz española en 2000; la filtración de información desde el Banco Central hacia el holding Inverlink en 2003; las repactaciones

• MAYO
Comienza investigación a tres cadenas de farmacias (Cruz Verde, Salcobrand y Farmacias Ahumada) por colusión de precios de 222 medicamentos. FNE inicia investigación en diciembre.



AUDIENCIA DE LA FNE.



JULIO PONCE,
CONTROLADOR DE SQM.



FERNANDO COLOMA,
SUPERINTENDENTE
DE VALORES Y SEGUROS.

• SEPTIEMBRE
SVS formula cargos contra el controlador de SQM, Julio Ponce, y otros tres ejecutivos de las sociedades "Cascada" mediante las cuales el ejecutivo controla SQM por violar la Ley de Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas.

2007

2008

2009

2010

2011

2012

2013

• DICIEMBRE
Se promulga reforma a la Ley de Gobiernos Corporativos. Se aumenta estándar de información al mercado y se redefine la figura del director independiente.



PRESIDENTA MICHELLE BACHELET Y
EL MINISTRO DE HACIENDA, ANDRÉS
VELASCO



FELIPE LARRAÍN EN UN COMITÉ POR LA
REFORMA AL MERCADO DE CAPITALES.

• Se lanza MK3, enfocado en la innovación financiera, liquidez e integración del mercado de capitales. Ese mismo año, se lanza la agenda de mercado de capitales bicentenario (MKB), que apunta a aumentar la protección al consumidor, incrementar la solvencia del sector financiero y reducir los costos de financiamiento, entre otros.

• JUNIO
Estalla caso La Polar. Ejecutivos del retailer llevaron a cabo un esquema de repactación unilateral de los clientes, ocultando dicha práctica al directorio



• JULIO
Enersis propone un aumento de capital de US\$ 8.020 millones -el mayor de la historia local-, pero AFP se oponen al considerar que es una operación entre partes relacionadas, por lo que debe ser visada por el comité de directores. Acusan conflicto de interés en valorización de activos del holding.



DE DERECHA A IZQUIERDA, PABLO YRARRÁZAVAL,
PRESIDENTE DE ENERSIS; IGNACIO ANTONANZAS, GERENTE
GENERAL DE ENERSIS; Y BORJA PRADO, PRESIDENTE
DE ENDESA ESPAÑA

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

unilaterales de La Polar en 2011; el histórico aumento de capital de Enersis en 2012; y la formulación de cargos contra los ejecutivos de las sociedades "Cascadas" de SQM de 2013, que han puesto a prueba a la legislación chilena.

Por otro lado, el problema de los gobiernos de las empresas comenzó a migrar desde la escasa protección a los minoritarios, hacia el deber de cuidado y diligencia de los directores, especialmente los independientes y, en el contexto de las exigencias para que Chile ingresara a la OCDE, a fines de 2009 se promulgó la reforma a la Ley de Gobiernos Corporativos de empresas privadas. En lo medular, se determinó que el comité de directores debía estar compuesto, en su mayoría, por directores independientes, aumentando sus atribuciones; se redefinió el concepto de independencia para los directores; se definieron los servicios que pudieran ofrecer los auditores externos; se incrementaron los estándares de información al mercado, y se aumentaron las limitaciones para transar valores cuando se tiene acceso a información privilegiada.

Para el director del Centro de Gobiernos Corporativos de la Universidad Católica (UC), Luis Hernán Paúl, el aumento de capital de Enersis en 2012, donde las AFP se opusieron fervientemente a las condiciones iniciales de la operación, "demostró que los cambios a la legislación funcionaron: el director independiente de Enersis, Rafael Fernández (elegido con votos de las AFP) y la defensa del

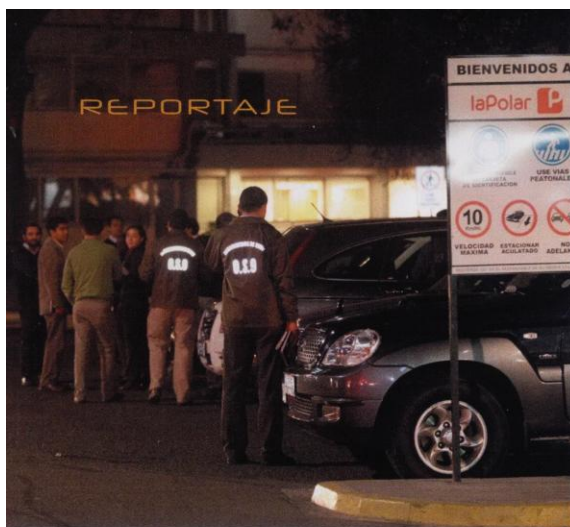
mercado de capitales que se generó en esa operación, derivó en condiciones más equilibradas para el aumento de capital".

Otro hito en esta materia se produjo en 2012, cuando la SVS dictó la Norma de Autoevaluación de Gobiernos Corporativos, texto que instaba a las compañías a dar a conocer las prácticas de sus directorios, como el tiempo que dedican sus directores al cargo y con qué periodicidad se reúnen con el auditor externo. De esta manera, los inversionistas no sólo tendrían acceso a los estados financieros, sino también a las principales prácticas que definen la manera de administrar la compañía.

EL ANÁLISIS DE LOS INVERSIONISTAS

¿Han resultado las reformas implementadas? Los inversionistas coinciden que sí, destacando que se ha avanzado en proteger a los accionistas minoritarios y aumentar el flujo de información hacia el mercado, en un contexto donde se estima que entre el 60% y 65% de las empresas chilenas tiene un controlador.

"Hoy Chile tiene el mercado más desarrollado de la región, con el mayor nivel de protección y confianza para los inversionistas, lo que se ve en los volúmenes transados y en el ingreso de mayores accionistas extranjeros. Se crearon los comités de autorregulación, que supervisan cualquier transacción que pudiera ser dudosa y las investiga. Hay un avance importante también en términos de au-



LAS REPACTACIONES UNILATERALES IMPACTARON EL MERCADO EN 2011.

torregulación bursátil", destaca Guillermo Tagle, director ejecutivo de IMTrust CredicorpCapital.

Similar opinión tiene Alberto Etchegaray, ex titular de la SVS y hoy presidente de Board: "Después de los ajustes normativos que se han hecho, los estándares de protección a los minoritarios, de divulgación de información al mercado o de responsabilidad de los directores, no difieren sustancialmente de los existentes en mercados más sofisticados".

Los corredores de bolsa locales resaltan que, a partir de la reforma de 2009, se prohíba toda transacción de valores al estar en posesión de información privilegiada y el nivel de regulación en temas como las operaciones entre partes relacionadas.

LOS ECOS DE LA POLAR

En junio de 2011 estalló el último gran escándalo financiero en el mercado chileno. La Polar, el único retailer que aumentó sus ganancias y cuota de mercado durante la crisis subprime, reconocía haber repactado a más de 400 mil clientes de manera unilateral en un período de seis años, "maquillando" así sus estados financieros y generando millonarios perjuicios para los consumidores: otorgaba créditos a personas de los estratos D y E y, cuando entraban en morosidad, los repactaba sin su consentimiento y sin provisión, por lo que el efecto en

resultados era nulo. Las prácticas se llevaron a cabo sin la aprobación del directorio y la justicia apuntó a Pablo Alcalde, presidente de la multitienda; María Isabel Farah, gerente de Administración, y Julián Moreno, gerente de Productos Financieros, como los ideólogos del fraude. El caso tuvo consecuencias a nivel regulatorio, al dictarse normas para regular los créditos de emisores no bancarios y aumentar la fiscalización de las empresas de auditoría. La Polar finalmente cambió de administración, salió a flote y este año reingresó al IPSA.

PENDIENTES

Aunque el mundo académico destaca la mayor transparencia y dinamismo del mercado local, señala que es clave avanzar en la supervisión de los conglomerados financieros, a raíz de situaciones como las de CorpBanca, SMU y CorpGroup Vida, que han sido impactados por la situación financiera del retailer.

Para Tagle, es "perentorio" analizar las estructuras de grupos empresariales con operaciones en distintos rubros -bancario, previsional, asegurador y de corretaje-, apuntando hacia una mayor coordinación entre los entes reguladores.

Linneberg, por su parte, hace hincapié en dinamizar los procesos sancionatorios, criticando, por ejemplo, que casos como el de la colusión de las farmacias y las repactaciones unilaterales en La Polar aún se encuentran en pleno desarrollo.

Para Etchegaray, el foco debe estar en generar mayores incentivos a la autodenuncia al interior de las empresas, bajo el modelo de la Comisión de Valores (SEC) estadounidense. "Hay delitos que no son fáciles de descubrir, por lo que se justifica crear incentivos para que se generen esas autodenuncias, puntualmente en lo que se refiere al mecanismo de delación compensada, pues ha demostrado su eficacia en infracciones de libre competencia y podría ser igualmente conveniente en materia de gobierno corporativo", argumenta. ■

MODERNIZACIÓN DE LA ÚLTIMA DÉCADA

MKI (2001): respuesta a la crisis asiática de 1998-1999. Su sello fue fomento del ahorro, aumento de la liquidez en el mercado local y protección de los accionistas minoritarios. Liberó de impuestos a ganancias de capital sobre acciones con presencia bursátil, abriendo el mercado a inversionistas extranjeros; flexibilizó los límites de inversión de las compañías de seguros; y levantó los límites a las contribuciones voluntarias a las AFP, potenciando el APV, entre otros puntos.

MKII (2005): su antecedente fue el

caso Inverlink (2003). Buscó potenciar el emprendimiento, el capital de riesgo y la innovación. Eliminó impuesto a la ganancia de capital por la enajenación de acciones en bolsa; flexibilizó la norma de fondos de inversión; creó el APV con aporte complementario del empleador (APVC); y modernizó la Ley de Quiebras, entre otros cambios.

MKIII (2010): buscaba aumentar liquidez del mercado, fomentar la innovación financiera e integrar el mercado de capitales. Entre otras reformas, flexibilizó la norma de regulación de fondos de inversión y permitió

que estos emitieran series de cuotas para captar recursos de diversos inversionistas según perfil de riesgo.

MKB (2010): actualmente en discusión, busca aumentar la competencia del mercado, aumentar atribuciones de los reguladores e incrementar la protección a los consumidores. Entre sus principales puntos, se cuentan la Ley Única de Fondos; la modernización de la SVS, transformándola en cuerpo colegiado y autónomo; la certificación de corredores y traders, y la creación del Sernac Financiero.