Elementos para el análisis de la reducción de quórums para decisiones estructurales del artículo 67 de la LSA, propuesta en la Reforma al Mercado de Capitales IV (Boletín n° 18.643-05).

Mauricio Holz
mholz@bcn.cl
SUP # 157320

Introducción

El presente documento tiene como finalidad explicar el contexto y la discusión de la propuesta de reducción de quórums para la toma de decisiones estructurales del artículo 67 de la Ley de Sociedades Anónimas —transformación, fusión, disolución anticipada y garantías por obligaciones de terceros, entre otras incluida en el Proyecto de Ley de Reforma al Mercado de Capitales y Financiamiento de la Casa Propia (Boletín n°18.046).

La minuta se estructura en tres partes, la primera explica los aspectos generales de la propuesta, la segunda da cuenta de algunos aspectos discutidos durante la tramitación en la Comisión de Hacienda de la cámara de diputadas y diputados. En el tercer apartado se presentan datos de la inversión de las Administradoras de Fondos de Pensión en Sociedades Anónimas según el porcentaje de las acciones emitidas que tiene el socio mayorista. Con ello se puede observar la exposición a los nuevos quórums que tendrían los fondos administrados por las AFP.

Aspectos generales del análisis

A partir de una solicitud parlamentaria, se entregan elementos para el análisis de la propuesta contenida en el proyecto de ley boletín 18.643-05 que reforma el mercado de capitales (MK IV) y que busca reducir los quórums necesarios para la toma de decisiones estructurales (principalmente las contenidas en el artículo 67 de la ley n°18.046) de la Junta Extraordinaria de Accionistas de sociedades anónimas abiertas en bolsa. El quorum se rebaja de 2/3 de las acciones emitidas a mayoría absoluta (50 +1 por ciento) en decisiones como la cancelación de acciones en el registro de valores (“desliste”, normado en el artículo n°2 de la ley n°18.046), la fusión de la sociedad, la transformación de la sociedad, la división de la sociedad, entre otras.

A su vez se reforman otros dos quórums supramayoritarios que exigen más de dos tercios: se rebaja de un 95% a un 90% el quorum que determina que para obligar a vender acciones a los socios minoritarios (*squezze out*) se requiere un 95% de la propiedad accionaria (Artículo 71 bis de la ley n°18.046) . Por su parte el quorum que se establece para repartir un monto distinto a un 30% de las utilidades liquidas entre los accionistas (Artículo 79 de la ley n°18.046) está definido en la actualidad en unanimidad y que se rebaja a un quorum de 2/3.

El objetivo declarado por el proyecto de ley para rebajar los quórums es aumentar la liquidez y profundidad del mercado de capitales (aumentar el free float de acciones). Esto es que al regular altos quórums para la toma de decisiones, lo controladores acumulan derechos de propiedad mediante la mantención de un alto número de acciones, reduciendo así la circulación de éstas en el mercado. Por el contrario, quórums más bajos generarían un aumento de la circulación de acciones (free float) mediante la venta por parte del socio controlador de posiciones irrelevantes para la toma de decisión.

La propuesta genera un nuevo balance en la capacidad de tomar decisiones entre los socios mayoritarios y los socios minoritarios. En la propuesta los socios minoritarios pierden la capacidad de vetar decisiones del controlador que podrían afectar el valor de la acción y por lo tanto su patrimonio, al reducirse los resguardos *ex ante* de los minoritarios. Los quórums supramayoritarios permiten resguardar de un posible daño patrimonial a los minoritarios antes de que se tome la decisión, lo que se denomina en la literatura especializada "protección de minoritarios *ex ante*".

No obstante, en la legislación chilena existen resguardos *ex post* para los accionistas minoritarios, es decir una vez tomada la decisión, y la expectativa de un eventual daño patrimonial. Dentro de los resguardos más relevantes de carácter *ex post* se puede señalar el derecho a retiro normado en el artículo 69 de la ley 18.046. Este señala que ***"la aprobación por la junta de accionistas de [ciertas] materias…concederá al accionista disidente el derecho a retirarse de la sociedad, previo pago por aquélla del valor de sus acciones***". Otros resguardos ex post son la valorización[1], las acciones de responsabilidad[2], la impugnación[3] y la supervisión[4]. Estos resguardos operan principalmente una vez que la decisión puede o ha sido adoptada, o como mecanismo de salida.

La reforma entonces supone en términos generales un desplazamiento desde una protección basada en la posibilidad de impedir la decisión hacia una protección basada en la posibilidad, por ejemplo, de abandonar la sociedad recibiendo un valor justo por las acciones.

I. Posiciones expresadas sobre el resguardo a minoritarios

En el marco descrito expertos en la materia esbozaron opiniones tanto en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputadas y Diputados como en medios de prensa, acerca de la rebaja de los quórums mayoritarios. Cabe señalar que de la revisión de las presentaciones se pueden contar al economista Ignacio Briones y la presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero, Catherine Tornel como hablando explícitamente de las medidas propuestas.

[1] Proteger al minoritario mediante un precio de salida

[2] El artículo 41 de la Ley de Sociedades Anónimas establece un deber de cuidado para los directores y dispone que responden solidariamente por los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por actuaciones dolosas o culpables. Además, la junta no puede simplemente exonerarlos de esa responsabilidad mediante un acuerdo.

[3] La protección consiste en permitir que ese acuerdo sea **cuestionado jurídicamente** y que se produzcan las consecuencias que correspondan si efectivamente existe una infracción.

[4] Las sociedades anónimas abiertas están sujetas a fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero. La propia CMF destaca que ello supone inscripción, obligaciones de información y cumplimiento de leyes, reglamentos, normas de carácter general y circulares.

El economista Ignacio Briones formula el problema en términos de protección económica del minoritario. Su ponencia no apunta necesariamente a defender el quórum de dos tercios. El punto que se infiere de su presentación es que transforma la discusión desde "quién puede bloquear la(s) decisión(es)" hacia "en qué condiciones puede salir quien no comparte las decisiones". Señala que si bien el proyecto reduce los quórums a mayoría absoluta, mantiene el derecho a retiro de accionistas minoritarios. Formalmente existe una protección de salida, pero la cuestión se traslada a si esta es económicamente suficiente.

Por ejemplo, en el caso de la cancelación de acciones en el registro de valores ("desliste"), su preocupación es que una mayoría absoluta pueda retirar a la sociedad del mercado público, con la consiguiente pérdida de liquidez para los accionistas que no apoyaron la decisión. Por ello señala que se debería reforzar la salida económica: si se flexibiliza la decisión de deslistar, el minoritario debería contar con una protección que asegure un precio justo para las acciones que posee (Comisión de Hacienda, 2026)

Otro ejemplo es la venta forzosa de acciones ("*squeeze out*"). Se trata de un mecanismo por el cual, cumplidas determinadas condiciones de concentración de propiedad, el accionista o grupo controlador puede exigir la venta de las acciones a los accionistas minoritarios. Las dos medidas ("desliste" y "*squezze out*") pertenecen al mismo problema regulatorio: cómo equilibrar eficiencia societaria y liquidez con protección de accionistas minoritarios.

La reforma propone ampliar la operatividad de los mecanismos, reduciendo desde 95% a más de 90% el umbral relevante para "*squezze out*" y de 2/3 a la mayoría absoluta en el caso del "desliste". En este contexto, el problema central para el minoritario se desplaza desde la capacidad de bloquear una decisión hacia la determinación del precio y las garantías del proceso de salida forzosa.

En una línea similar Catherine Tornel señaló que una eventual menor protección de minoritarios debe evaluarse considerando el conjunto de mecanismos regulatorios y no sólo los quórums. Esto implica revisar la normativa de mecanismos de resguardo ex post de minoritarios, como los señalados por Ignacio Briones (Comisión de Hacienda, 2026)

Otras opiniones vertidas en el marco de instancias distintas a la Comisión de Hacienda son:

Tabla n°1. Opiniones vertidas en medios de comunicación

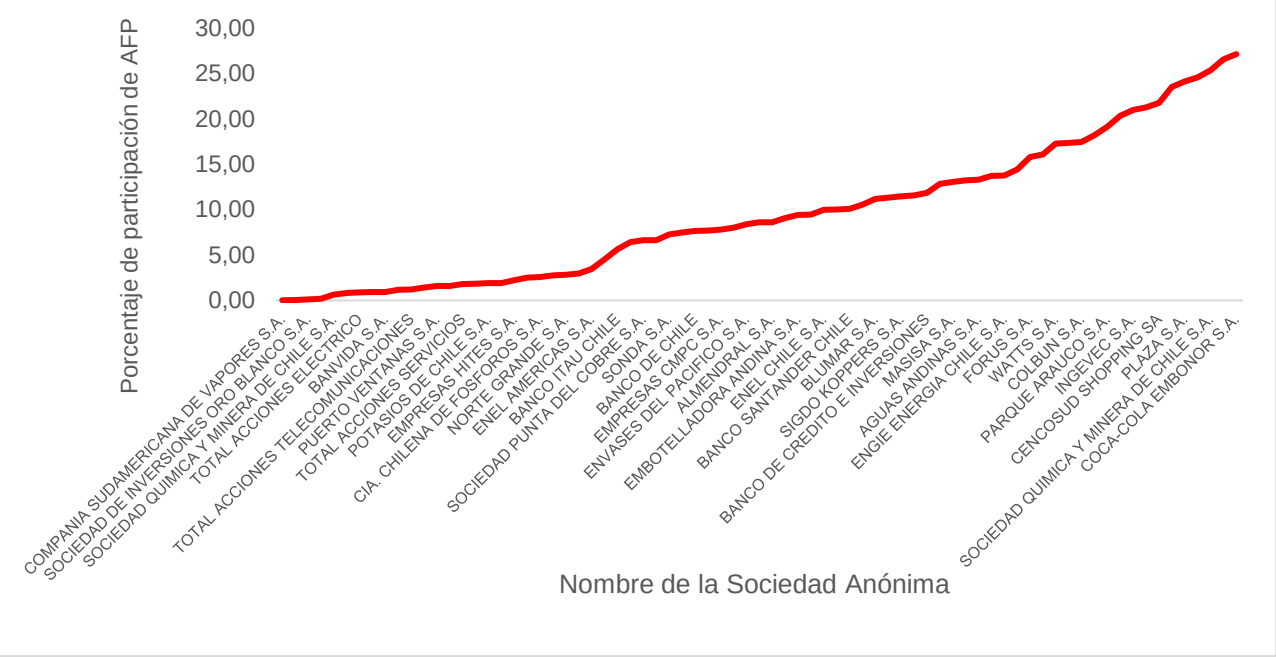
Actor	Posición / argumento	Clave analítica
Mauricio Larraín, Consejo Consultivo del Mercado de Capitales	Favorable a la reducción de quórums. Argumenta que exigir 2/3 induce a los controladores a mantener participaciones elevadas; una rebaja facilitaría dilución, entrada de nuevos inversionistas y mayor free float.	Liquidez y profundidad de mercado.
Luis Alberto Letelier, abogado especialista	Defiende la lógica de reducir quórums por sus efectos sobre dilución y aumentos de capital, pero admite que puede analizarse qué materias particularmente sensibles deberían conservar un quórum reforzado.	Alternativa intermedia: diferenciar por tipo de decisión.
Patricio Muñoz, AFP Provida	Manifestó preocupación por la pérdida de poder de minoritarios y cuestionó que esté demostrado que la rebaja produzca efectivamente mayor free float.	La pérdida de capacidad de bloqueo es inmediata; el beneficio de liquidez es esperado, no garantizado.
Osvaldo Macías, exsuperintendente de Pensiones	Ha advertido que varias protecciones de minoritarios surgieron como respuesta a conflictos y abusos históricos entre controladores y minoritarios.	Antes de debilitar una salvaguardia debe evaluarse si existen mecanismos sustitutos suficientemente efectivos.

Fuente: La Tercera; Pressreader; The Clinic

II. Porcentaje de sociedades anónimas abiertas por quorum del controlador y su importancia para las inversiones de las AFP

Un inversionista minoritario muy relevante en el mercado de capitales chilenos son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Según datos de la Superintendencia de Pensiones a abril de 2026 las AFP en conjunto invertían $24.653 millones de dólares en renta variable nacional (principalmente acciones) lo que representa cerca de 10% del total de fondos de pensiones. El porcentaje de participación de las AFP (en total, como conjunto) en la propiedad de las Sociedades Anónimas no supera el 27,14%. En el siguiente gráfico se pueden observar las participaciones de las AFP en su conjunto como porcentaje del valor de dichas sociedades. Con lo anterior es posible concluir que las AFP son un inversionista minoritario en el mercado de renta variable nacional.

Gráfico n°1. Porcentaje de participación de las AFP en el total de acciones emitidas de las Sociedades Anónimas en las que invierte
Abril de 2026



Fuente: Superintendencia de Pensiones

a) Distribución de la inversión de las AFP en renta variable según concentración de la propiedad del socio mayorista.

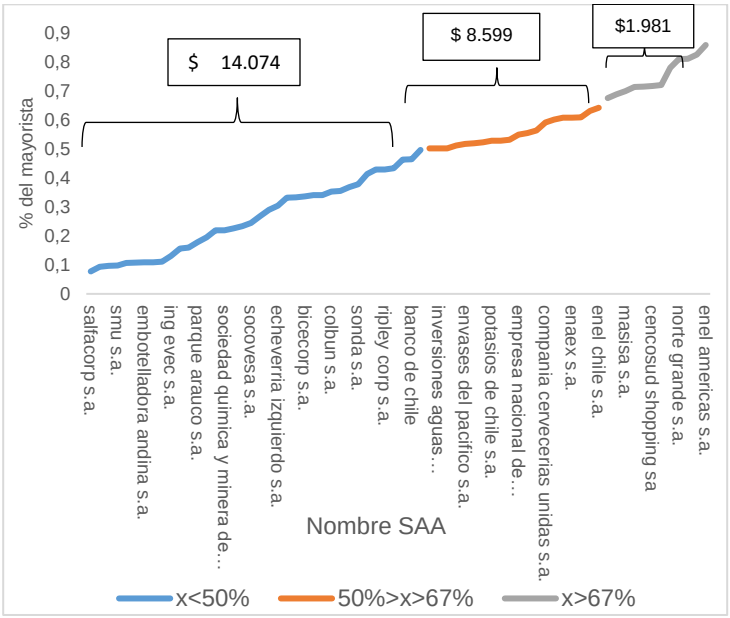
Del cruce de las bases de datos de la Superintendencia de Pensiones y de la Comisión para el Mercado Financiero[5] es posible calcular el porcentaje de la inversión de las AFP en renta variable nacional en Sociedades Anónimas cuyo socio mayoritario tiene menos de un 50% del valor de las acciones; entre un 50% y un 67% (2/3) del valor de las acciones emitidas y más del 67% (2/3) del valor de las acciones emitidas por la Sociedad.

[5] La base de datos consolidada está disponible para ser consultada por los lectores de este documento, si así lo requieren.

Del total de inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones en renta variable nacional, un 57,09% ($14.074 millones de dólares) está invertido en Sociedades Anónimas cuya socio mayorista no supera el 50% de las acciones (valor de la empresa). Del mismo total de renta variable un 34,88% ($8.599 millones de dólares) está invertido en Sociedades Anónimas cuyo socio mayorista tiene entre un 51% y un 67% del valor de la empresa en acciones; y un 8,03% ($1.981 millones de dólares) está invertido en Sociedades Anónimas cuyo socio mayorista posee más del 67% de la propiedad del valor de la empresa. Lo anterior se puede observar en los siguientes gráfico y tabla, información que permite dimensionar la exposición de las AFP a los nuevos quórums.

Tabla y gráfico N°1. Distribución inversión en renta variable nacional de AFPs por % de la propiedad del socio mayorista (Abril de 2026)

Porcentaje de la propiedad del socio mayorista	Monto (en millones de dólares)	Porcentaje
x<50%	$ 14.074	57,09%
50%>x>67%	$ 8.599	34,88%
x>67%	$ 1.981	8,03%
Total	$ 24.653	100,00%



Fuente: Superintendencia de Pensiones y Comisión para el Mercado Financiero

Bibliografía

Comisión de Hacienda, Cámara de Diputadas y Diputados (2026) Presentaciones en el marco del Boletín n°18.643-05. https://www.camara.cl/legislacion/comisiones/documentos.aspx?prmID=4890

La Tercera (1) (2026) Reforma al mercado de capitales https://www.latercera.com/pulso/noticia/ex-cmf-y-reduccion-de-quorum-propuesta-en-mk4-los-minoritarios-quedan-un-poco-mas-desprotegidos-pero-no-es-preocupante/

La Tercera (2) (2026) Reforma al mercado de capitales https://www.latercera.com/pulso/noticia/perdida-de-poder-de-minoritarios-en-mk4-el-intercambio-entre-afp-provida-y-socio-de-barros-errazuriz/

Ley Chile (2026) Ley sobre Sociedades Anónimas https://bcn.cl/2f77s

Pressreader (2026) Pérdida de poder de minoritarios" con MK4. https://www.pressreader.com/foryou?popupArticleId=281565182697674

Senado (2026) Reforma al mercado de capitales y financiamiento de la casa propia https://tramitacion.senado.cl/appsenado/templates/tramitacion/index.php?boletin_ini=18643-05

The Clinic (2026) Reforma al mercado de capitales https://www.theclinic.cl/2026/09/29/exsuperintendente-macias-demanda-mas-proactividad-del-estado-y-las-afp-ante-cambios-en-fondos-de-pensiones-hay-que-explicarle-a-la-gente-no-esta-completamente-internalizado/