

Gobierno corporativo como eje para profundizar el mercado de capitales

Por Magdalena Aninat, Solange Berstein y Richard Peña, académicos Escuela de Negocios UAI.

Si bien la bolsa de valores es una pieza central del mercado de capitales para la liquidez, transparencia, formación de precios y acceso público al capital, también hoy las empresas e inversionistas cuentan con diversas alternativas de financiamiento vía deuda, fondos privados, venture capital, activos alternativos y nuevas formas digitales de financiamiento e inversión. Esa diversidad puede ampliar oportunidades y servir como antesala para que algunas empresas lleguen más adelante al mercado bursátil. Un mercado profundo requiere diversidad de canales como los que se observan en el mercado actual, pero también necesita espacios públicos activos y robustos de negociación, información comparable y precios observables. Ese rol lo cumple la bolsa. En este contexto, la fortaleza del mercado de capitales depende, en parte importante, de la calidad del gobierno corporativo presente en el ecosistema en su conjunto.

La confianza es frágil: debilidades en fondos, intermediarios, infraestructura, custodios, asesores, plataformas o emisores privados pueden afectar la percepción sobre el mercado en su conjunto. Por eso, no solo se debe revisar los estándares a exigir a las empresas listadas, sino también las reglas y marcos de gobernanza que aseguren que las distintas piezas del sistema funcionen con transparencia, disciplina, proporcionalidad y confianza.

En un contexto de años de baja actividad de aperturas bursátiles¹, este documento aborda los desafíos pendientes para lograr que una mayor calidad de gobierno corporativo en el ecosistema empresarial se traduzca en confianza, liquidez, mejores decisiones de financiamiento y mayor participación de inversionistas. Este elemento es un eje relevante para una agenda pública-privada orientada a profundizar el mercado de capitales desde una perspectiva amplia.

Principios OCDE: una arquitectura para ordenar la discusión

Los Principios de Gobierno Corporativo G20/OCDE (OCDE, 2023), si bien están dirigidos a empresas listadas, ofrece un marco útil para ordenar una agenda que vincula el gobierno corporativo con la profundización del mercado de capitales. Estos principios abordan la eficiencia del mercado, la protección de inversionistas, la transparencia, la responsabilidad del directorio, el rol de inversionistas institucionales y la sostenibilidad de largo plazo. Bajo esa mirada, el gobierno corporativo no es solo una materia interna que contribuye al desarrollo de cada empresa, sino que se integra como parte fundamental de la infraestructura institucional que permite movilizar ahorro hacia inversión productiva.

Chile ha avanzado en esa dirección. La regulación societaria y de valores establece deberes de directores, reglas para operaciones con partes relacionadas, información continua, funcionamiento de juntas, derechos de accionistas y estándares aplicables a emisores e intermediarios. En los últimos años, la agenda también ha incorporado la obligación de

¹ En los últimos 10 años hay 7 aperturas a bolsa, concentradas entre 2016 y 2019. Para el período 2020-2025: cero aperturas a bolsa.

publicar anualmente una memoria integrada, incorporando aspectos de sostenibilidad, gestión de riesgos y resiliencia operacional. Las Norma de Carácter General de la CMF NCG 461 y NCG 519, junto con normas recientes sobre gobierno corporativo y gestión de riesgos para administradoras, intermediarios de valores, bolsas e infraestructura de mercado, muestran que el país ha recorrido una ruta de regulación ordenada alineada a estándares internacionales publicados por CPMI e IOSCO PFMI (Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero). En el caso de las empresas Fintech, la NCG 502 pone especial foco en la gobernanza de dichas empresas dependiendo del modelo de negocio, bajo el principio de proporcionalidad, en línea con las recomendaciones de IOSCO.

Sin embargo, el mercado es dinámico y requiere de una mirada comprehensiva de sus distintos participantes, lo que incluye actores e instrumentos fuera del perímetro del regulador. Por otro lado, incluso en aquellos sectores regulados bajo estándares internacionales subsisten dudas sobre la efectividad de esas normas, pues un marco más sofisticado no garantiza por sí solo más profundidad de mercado. Para que la regulación produzca valor económico debe convertirse en prácticas observables, información útil, procesos trazables, incentivos adecuados y confianza en que los derechos pueden ejercerse. Esa es la brecha que una agenda público-privada debe ayudar a cerrar.

Canales de transmisión: cómo la gobernanza se convierte en profundidad

La relación entre gobierno corporativo y desarrollo del mercado de capitales opera a través de canales concretos. La protección de minoritarios reduce el temor a un trato desigual. La información de calidad permite valorar empresas y comparar riesgos. Los directorios efectivos aumentan la credibilidad de las decisiones corporativas. Los inversionistas institucionales pueden introducir disciplina de mercado mediante voto, monitoreo y diálogo. La infraestructura societaria permite que los derechos formales se ejerzan en la práctica. La sostenibilidad y resiliencia ayudan a evaluar riesgos materiales de largo plazo.

Estos canales funcionan como ejes complementarios entre sí. Una empresa puede cumplir con altos estándares de divulgación, pero si los inversionistas no pueden votar de manera eficiente o si la información se entrega en formatos poco utilizables, el efecto sobre confianza será limitado. Del mismo modo, un directorio formalmente independiente puede no generar credibilidad si no cuenta con información oportuna, competencias suficientes o espacios reales de deliberación. De esta forma, la gobernanza transforma reglas dispersas en confianza hacia el mercado.

Canal de transmisión	Efecto esperado	Resultado para el mercado
Protección de minoritarios	Reduce el riesgo de trato desigual y extracción de valor.	Mayor disposición a invertir y menor descuento por gobierno corporativo.
Información útil	Disminuye asimetrías y mejora la comparabilidad.	Mejor formación de precios, liquidez y monitoreo.
Directorios efectivos	Eleva la calidad de supervisión, deliberación y gestión de riesgos.	Mayor credibilidad corporativa y menor incertidumbre.
Inversionistas institucionales	Activa disciplina de mercado mediante voto, monitoreo y engagement.	Mejores prácticas y mayor rendición de cuentas.
Infraestructura societaria	Hace ejercibles los derechos formales de manera eficiente y trazable.	Más participación y menores fricciones operativas.
Sostenibilidad y resiliencia	Integra riesgos materiales de largo plazo en estrategia y gobierno.	Mayor capacidad de evaluar valor sostenible y riesgos futuros.

Tabla 1: Canales de transmisión entre gobierno corporativo y desarrollo del mercado de capitales
Fuente: elaboración propia

Sobre estos canales se centró la conversación en el “Ciclo Mercado de Capitales” del Centro Futuros Empresariales UAI con participación de actores del sector regulatorio y financiero dedicado a los desafíos de gobierno corporativo para el desarrollo del mercado de capitales realizado el 24 de julio de 2026 (Ver Recuadro).

Lo que mostró el desayuno CEFU/UAI

La conversación del Ciclo de Análisis del Mercado de Capitales confirmó que el gobierno corporativo es una condición necesaria, pero no suficiente, para profundizar el mercado chileno. La baja actividad bursátil se vincula también con crecimiento esperado, liquidez, estructura de propiedad, carga regulatoria y disponibilidad de alternativas de financiamiento.

El mercado accionario fue descrito como especialmente debilitado frente al mercado de deuda y al avance de mercados privados. Varios participantes destacaron la escasez de aperturas recientes y la percepción de que listarse puede ser una decisión difícil de revertir, especialmente para empresas familiares o controladores en procesos de sucesión.

La propiedad concentrada fue tratada de manera matizada: puede aportar monitoreo, compromiso patrimonial y horizonte de largo plazo, pero requiere mecanismos robustos para proteger minoritarios, abordar operaciones relacionadas y asegurar que los directorios actúen con independencia sustantiva.

La discusión también puso énfasis en pasar desde cantidad de información hacia calidad, utilidad y cumplimiento efectivo; fortalecer el rol de inversionistas institucionales; y modernizar procesos societarios como voto, custodia, acceso a actas, participación extranjera y trazabilidad documental.

1. Propiedad concentrada: diseñar para el mercado que tiene Chile

La presencia de controladores relevantes no es, por sí misma, una debilidad de gobierno corporativo. Puede aportar monitoreo efectivo, compromiso patrimonial, estabilidad y orientación de largo plazo. En economías con mercados menos líquidos, esos atributos pueden ser especialmente valiosos. El desafío es que la propiedad concentrada cambia el conflicto que el sistema debe administrar.

En mercados de propiedad dispersa, el problema clásico se ubica en la relación entre accionistas y administración. Pero en mercados con mayor presencia de controladores, el foco de tensión se desplaza hacia la relación entre controlador y accionistas minoritarios: operaciones con partes relacionadas, reorganizaciones, aumentos de capital, cambios de control, información previa a juntas y capacidad real de influir en decisiones societarias. Este desplazamiento es central para Chile que, como muestra el gráfico 1, tiene niveles mucho mayores de propiedad concentrada en comparación con países de las OCDE.

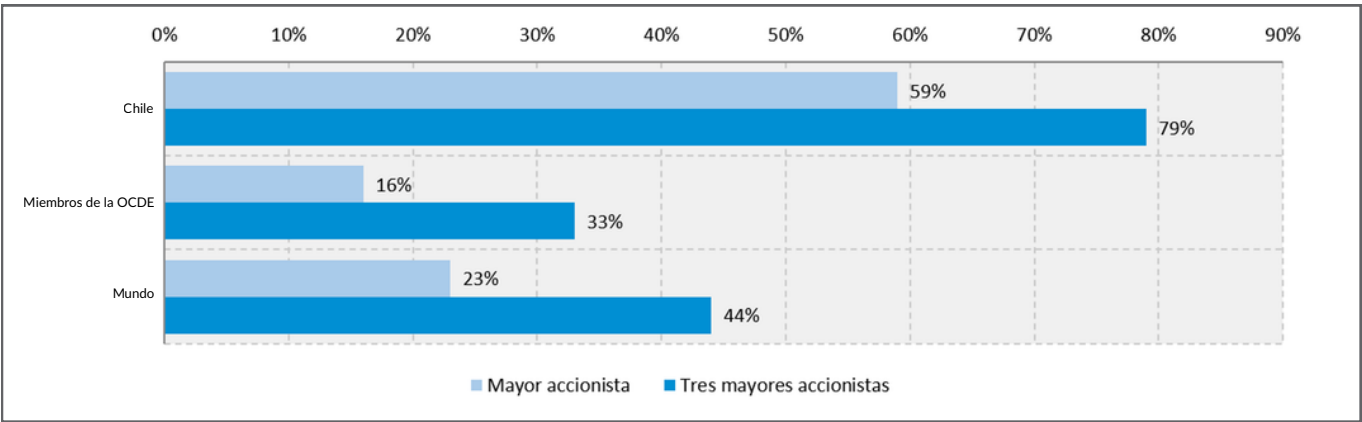


Gráfico 1: Concentración de propiedad accionaria por mercado nacional (diciembre 2024)

Fuente: Libro de datos sobre gobierno corporativo de la OCDE 2025: Chile

Una agenda de gobierno corporativo orientada a contribuir a la profundidad del mercado debe, por tanto, concentrarse en la calidad de las decisiones sensibles. No basta con establecer procedimientos formales. Los minoritarios necesitan información previa suficiente, antecedentes claros sobre los candidatos a director, trazabilidad y facilidad de votaciones, criterios robustos para operaciones relacionadas y reglas que hagan creíble el trato equitativo. Mientras esa confianza sea incompleta, los inversionistas exigirán descuentos, reducirán participación o preferirán otros vehículos.

La experiencia comparada sugiere que los segmentos de mayor estándar pueden ser una herramienta útil. Regímenes como Novo Mercado en Brasil han buscado diferenciar emisores mediante compromisos superiores a la ley general, incluyendo políticas de operaciones relacionadas, requisitos de directores independientes, derechos de *tag along* y mayor divulgación.

2. Información: de reportar más a informar mejor

La profundidad de mercado requiere información que permita valorar empresas, comparar emisores, identificar riesgos materiales y tomar decisiones de inversión o voto. Chile ha elevado de manera importante sus exigencias de divulgación, especialmente mediante la memoria anual integrada obligatoria para emisores de valores, incluyendo información de sostenibilidad y reportes de gobierno corporativo. El avance es relevante, pero no resuelve por sí solo el problema de confianza.

La información no debe evaluarse sólo por volumen. Para que contribuya al desarrollo del mercado debe ser relevante, verificable, comparable, accesible y procesable. Memorias extensas, hechos esenciales difíciles de sistematizar, información dispersa en sitios web o datos no descargables pueden cumplir formalmente con la norma y, al mismo tiempo, tener bajo valor para inversionistas, analistas y supervisores.

El desafío es pasar desde una lógica de cumplimiento documental hacia una lógica de utilidad. Ello incluye información financiera y no financiera, estructura de propiedad, antecedentes de directores, políticas de, operaciones relacionadas, series históricas, datos descargables e información en inglés cuando sea relevante para atraer inversionistas extranjeros. La transparencia efectiva no se mide por el número de páginas, sino por la capacidad de reducir asimetrías y facilitar decisiones.

3. Directorios e inversionistas institucionales: disciplina que no aparece sola

Los directorios son una pieza clave en la transmisión entre gobierno corporativo y confianza. Para el mercado, un directorio sólido opera como señal de calidad institucional: mejora la supervisión de riesgos, aumenta la credibilidad de la información divulgada y puede reducir la incertidumbre sobre la conducción de la empresa. Pero esa contribución no depende solo del nivel de independencia formal.

La agenda debe mirar competencias colectivas, procesos de nominación, diversidad de experiencias, dedicación, funcionamiento de comités, evaluación periódica, acceso oportuno a información y gestión de conflictos de interés. En sociedades con controlador, la independencia sustantiva adquiere particular importancia: no se trata solo de ausencia de vínculos formales, sino de capacidad real de ejercer juicio autónomo frente a decisiones que pueden afectar de manera diferenciada a distintos accionistas.

En el último tiempo en el país ha existido un aumento de regulación asociada a establecer mínimos respecto de la composición de los directorios (diversidad y paridad de género, criterios de independencia de los directores) y reforzar su responsabilidad final en la toma de decisiones y en la supervisión de la operación de las empresas (ley de delitos económicos). La Hoja de Ruta de la Modernización del Mercado de Capitales de la CMF² incorpora la relevancia de modernizar el marco legal sobre gobierno corporativo y deberes fiduciarios aplicables a los directorios, con el propósito de alinearlos con estándares internacionales y con la evolución de las mejores prácticas de gobierno corporativo. Este proceso debe ayudar a la calidad del funcionamiento del directorio como ente responsable final y espacio real de la toma de decisiones conllevando hacia una profesionalización de la participación de sus miembros. En todo caso, el legislador debe evitar que el exceso de normativa o la poca claridad de sus efectos jurídicos inhiba la participación del mejor talento o genere un foco excesivo en cumplimiento que no se materialice en mejor desempeño, desincentive la innovación o produzca exceso de información no relevante para el mercado.

² Ver: CMF, Documento de Política. Modernización del Mercado Financiero (25/08/2026)

La disciplina de mercado también depende de inversionistas institucionales activos. Las AFPs, compañías de seguros, administradoras generales de fondos e inversionistas extranjeros pueden incidir en las prácticas de gobierno corporativo mediante voto, monitoreo y *engagement*. Esta función no debe entenderse como activismo obligatorio, sino como responsabilidad fiduciaria: tener políticas claras, gestionar conflictos, explicar decisiones de voto y dialogar con emisores cuando ello pueda proteger la creación de valor de largo plazo.

La experiencia internacional de códigos de *stewardship* muestra una alternativa gradual: hacer transparente cómo los inversionistas institucionales ejercen sus responsabilidades, sin reemplazar su juicio profesional ni imponer una única forma de participación. Para Chile, el punto es especialmente relevante porque los inversionistas institucionales tienen un tamaño relevante (gráfico 2) y son una fuente potencial de disciplina, pero enfrentan restricciones normativas, operativas y culturales que pueden limitar su impacto.

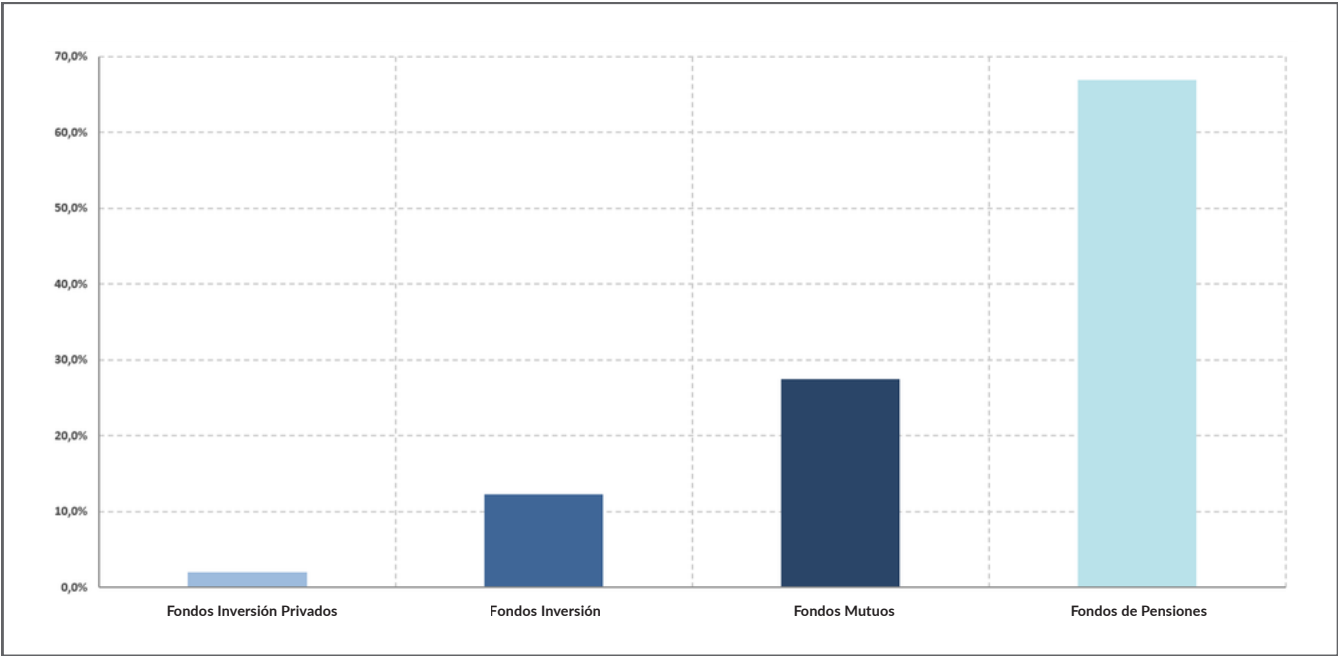


Gráfico 2: Activos de inversionistas institucionales respecto del PIB de Chile (diciembre 2025)

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central, CMF, Superintendencia de Pensiones, ACAFI

4. Infraestructura societaria: cuando los derechos dependen del proceso

La efectividad del gobierno corporativo no depende solo de reglas sustantivas. También depende de procesos operativos: registros de accionistas, custodia, representación, voto, acceso a antecedentes de junta, actas, trazabilidad documental y disponibilidad de información digital. Cuando estos procesos son manuales, fragmentados o costosos, los derechos formales pierden fuerza.

Esta dimensión suele quedar fuera de la discusión principal, pero incide directamente en la participación de inversionistas. Un inversionista extranjero custodiado puede tener derechos económicos y políticos, pero si votar es complejo, caro o poco trazable, su incentivo a participar disminuye. Lo mismo ocurre con administradores que mantienen posiciones diversificadas y deben decidir donde asignar recursos de monitoreo.

La modernización de la infraestructura societaria debe entenderse como parte de la agenda de profundización del mercado de capitales. Mecanismos como el voto remoto, acceso digital a la información, estandarización de procesos,

interoperabilidad con custodios, trazabilidad de poderes y disponibilidad de antecedentes de la junta en mismo tiempo y forma que los accionistas controladores no son detalles administrativos, sino condiciones para que la confianza se ejerza y no solo se declare.

5. Sostenibilidad y resiliencia: del reporte formal a la gestión de riesgos

La incorporación de sostenibilidad en el gobierno corporativo ha avanzado de manera significativa. Los Principios G20/OCDE la vinculan con la capacidad de las empresas para gestionar riesgos relevantes, sostener diálogo con accionistas y *stakeholders*, y tomar decisiones consistentes con la creación de valor de largo plazo. En Chile, las normas sobre memoria integrada y adopción de estándares internacionales de divulgación han elevado el piso informativo.

El riesgo es que la sostenibilidad se transforme en un ejercicio formal de reporte. Para que contribuya a la profundidad de mercado, debe integrarse en la estrategia, la supervisión del directorio, la gestión de riesgos y la comunicación con inversionistas. Riesgos climáticos, tecnológicos, reputacionales, regulatorios y sociales pueden afectar flujos futuros, costo de capital y resiliencia empresarial. Si esa información no es material, comparable y verificable, su valor para el mercado será limitado.

La agenda debe evitar tanto el cumplimiento mecánico como la sobrecarga indiscriminada. El desafío es lograr una proporcionalidad con sustancia: exigir información y prácticas coherentes con el tamaño, complejidad y exposición de cada actor, pero sin debilitar la confianza que el sistema necesita.

Cómo evaluar si la agenda funciona

La evaluación de una agenda de gobierno corporativo no debiera limitarse a verificar si se emitieron nuevas normas o si las empresas completaron reportes. El horizonte pertinente es si la gobernanza mejora la capacidad del mercado para financiar empresas, movilizar ahorro, formar precios y sostener confianza.

Entre los indicadores de resultado debieran incluirse el número de aperturas a bolsa y deslistes; la capitalización bursátil y el *free float* efectivo; la liquidez de acciones; la participación de inversionistas institucionales y extranjeros en juntas; la calidad y oportunidad de la información; la trazabilidad de votaciones; el uso de mecanismos digitales; y la evolución de canales complementarios como deuda, fondos privados, venture capital e infraestructura y empresas Fintech. La tecnología en particular es en sí misma un desafío a monitorear, tal que su incorporación a través de por ejemplo, la tokenización de activos, contribuya al desarrollo sostenible del mercado de capitales, para lo cual el estándar de gobernanza será clave.

También se requiere evaluar la calidad del *enforcement*. Reglas claras sin supervisión creíble pueden producir cumplimiento formal con baja confianza. A la inversa, una fiscalización predecible, proporcional y técnicamente sólida puede elevar el valor de los buenos estándares, distinguir mejores prácticas y reducir el costo de participar en el mercado. La confianza se construye con normas, pero se consolida con prácticas y consecuencias.

BOTTOM LINE: UNA AGENDA PÚBLICO-PRIVADA

La baja actividad bursátil que se ha visto en el último tiempo en Chile es multicausal y se vincula con crecimiento esperado, liquidez, estructura de propiedad, carga regulatoria y disponibilidad de alternativas de financiamiento y confianza de los inversionistas. Por ello, una agenda de impulso al mercado de capitales no debe ignorar el rol del gobierno corporativo como infraestructura para la construcción de confianza para el ecosistema completo.

En este objetivo es importante evitar que el gobierno corporativo se aborde como una lista de obligaciones exclusiva para sociedades abiertas y que se incorpore una perspectiva completa del sector empresarial que requiere financiamiento. Asimismo, es importante que se reconozcan las particularidades y tensiones propias de una economía de propiedad concentrada, donde la protección de los accionistas minoritarios en decisiones sensibles pasa a ser fundamental.



Las principales recomendaciones se resumen en 6 puntos:

- Considerar el ecosistema completo, y aplicar proporcionalidad sin perder confianza. La diversidad de canales de financiamiento exige estándares acordes al rol de cada actor, pero es importante considerar que las debilidades en una parte del ecosistema pueden afectar la reputación y debilitar la confianza del conjunto.
- Pasar de más información a mejor información: la divulgación debe ser comparable, útil, trazable, accesible y orientada a decisiones de inversión, voto y supervisión.
- Fortalecer directorios más allá de la independencia formal: las competencias, dedicación, información, deliberación y gestión de conflictos de interés son condiciones para que el directorio transmita credibilidad, buscando mecanismos que permitan hacer visible y valorable la calidad de los gobiernos corporativos.
- Activar el rol de inversionistas institucionales: las políticas de voto, engagement, transparencia y gestión de conflictos pueden transformar el ahorro administrado en disciplina de mercado.
- Modernizar la infraestructura societaria y digital: los derechos que no pueden ejercerse de manera simple, segura y trazable tienen menor valor para inversionistas y menor efecto disciplinador.
- Evaluar impacto, no solo cumplimiento: la prueba de una agenda de gobernanza es si mejora liquidez, participación, calidad de precios, acceso a financiamiento y confianza en el mercado.

Esta agenda conversa directamente con la hoja de ruta de modernización del mercado financiero publicada recientemente por la CMF que incorpora propuestas sobre acceso al mercado bursátil, deberes fiduciarios, información para juntas, régimen proporcional para emisores medianos, prospectos bajo estándares IOSCO, procesos de apertura bursátil más predecibles y modernización de la industria de fondos. La coincidencia radica en que profundizar el mercado exige reducir fricciones, pero también fortalecer la confianza, la información y la gobernanza. El desafío es que esa agenda no se limite al cumplimiento formal, sino que se traduzca en prácticas observables, participación efectiva e impacto medible sobre liquidez, acceso a financiamiento y formación de precios.

SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

NEGOCIOS.UAI.CL

SOBRE ICARE

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

ICARE.CL