

MINUTA

Inversionistas institucionales extranjeros, fondos de inversión públicos y vehículos de propósito especial. Propuesta de integración con el Proyecto de Reforma al Mercado de Capitales y Financiamiento de la Casa Propia (MK4)¹

Preparada por: Loreto Pelegrí

Fecha: 7 de octubre de 2026

I. Introducción

La valoración general del proyecto MK4 es positiva. La iniciativa reconoce que la profundidad del mercado de capitales no depende únicamente de crear nuevos instrumentos, sino también de remover fricciones tributarias y administrativas que dificultan la entrada de inversionistas extranjeros, elevan los costos de financiamiento y restan competitividad a Chile como plataforma financiera regional.

En esa línea, la reforma no debe entenderse únicamente como una modificación de aspectos tributarios. Su objetivo también debiera ser eliminar o reducir fricciones regulatorias, administrativas y operativas que dificultan la entrada y participación de inversionistas extranjeros en el mercado chileno.

La principal observación es que la reforma continúa mirando la inversión, en gran medida, a través de instrumentos y estructuras tradicionales. En la práctica, el financiamiento de proyectos utiliza fondos de inversión públicos, vehículos de propósito especial, coinversiones, contratos de streaming y royalties privados. Estas estructuras requieren reglas claras que reconozcan su funcionamiento económico y eviten que la forma jurídica utilizada genere barreras o diferencias de tratamiento carentes de una justificación sustantiva.

Por ello, más que ampliar beneficios de manera indiscriminada, resulta necesario reconocer estas estructuras mediante reglas de sustancia, trazabilidad y prevención de abusos.

II. Marco vigente sobre inversionistas institucionales

La letra e) del artículo 4 bis de la Ley N.º 18.045 reconoce como **inversionistas institucionales** a determinadas entidades señaladas por la ley y permite que la Comisión para el Mercado Financiero incorpore otras mediante norma de carácter general. La NCG N.º 410 de 2016 incluye, entre otros, fondos u otros vehículos de inversión colectiva extranjeros cuando el propio vehículo, su administrador o la entidad responsable de sus decisiones de inversión se encuentra sometido a supervisión equivalente.

¹ Esta minuta distingue entre normativa vigente, doctrina administrativa de la CMF y propuestas de modificación. El proyecto MK4 se encuentra en tramitación legislativa, por lo que su contenido puede variar. Las propuestas contenidas en este documento constituyen recomendaciones de política regulatoria orientadas a eliminar o reducir fricciones para la inversión extranjera.

En el ámbito de los fondos de inversión públicos, la Ley N.º 20.712 atribuye consecuencias relevantes a la calidad de inversionista institucional:

- El artículo 5 permite prescindir del mínimo de 50 partícipes cuando entre ellos exista un inversionista institucional.
- El artículo 6 permite que un inversionista institucional posea, directa o indirectamente, más del 35% de las cuotas del fondo.

El Oficio Ordinario N.º 26.834, de 8 de octubre de 2018, confirmó expresamente que un fondo de inversión público puede operar con un único aportante institucional y que éste puede poseer el 100% de sus cuotas.

III. Criterio administrativo sobre inversiones mediante SPV

La dificultad aparece cuando el fondo o entidad institucional extranjera no invierte directamente, sino a través de un vehículo de propósito especial (SPV) con personalidad y patrimonio propios.

1. Oficio Ordinario N.º 29.056, de 17 de noviembre de 2016. La SVS (hoy CMF) analizó específicamente una estructura compuesta por un limited partner, un general partner y uno o más SPV constituidos para materializar inversiones en Chile. Concluyó que el SPV era una entidad jurídicamente distinta, con patrimonio propio, que invertía por cuenta propia. Por ello, aun siendo 100% propiedad del fondo y administrado por el mismo gestor, la calidad institucional del fondo no se proyectaba a las inversiones del SPV.

2. Oficio Ordinario N.º 24.391, de 5 de septiembre de 2017. La SVS reiteró que la calificación corresponde a las actividades realizadas por la entidad por cuenta propia o por un tercero a su nombre, pero no a las actividades efectuadas por otra entidad jurídicamente distinta para su propio patrimonio, aunque sea íntegramente de propiedad del inversionista institucional. En el caso analizado, las sociedades de inversión podían eventualmente calificar en forma autónoma por su carácter gubernamental o estatal, no por una transmisión de la calidad de su controlador.

3. Oficio Ordinario N.º 31.268, de 23 de noviembre de 2017. Al analizar una cadena de vehículos controlados por una entidad registrada ante la SEC, la SVS sostuvo que la sociedad chilena que efectuaría la inversión debía calificar por sí misma. El controlador y los vehículos superiores no podían ser considerados inversionistas institucionales respecto de una inversión realizada por la filial para su propio patrimonio.

4. Oficio Ordinario N.º 26.834, de 8 de octubre de 2018. La CMF volvió a señalar que la calidad institucional se aplica a las inversiones realizadas por cuenta propia o por un tercero a nombre del inversionista, y no a las efectuadas por una entidad distinta para su propio patrimonio. También precisó que correspondería analizar separadamente si los fondos administrados calificaban como inversionistas institucionales.

5. Oficio Ordinario N.º 62.341, de 14 de julio de 2023. En materia de administradoras de fondos de pensiones, la CMF confirmó que la NCG N.º 410 atiende a la actuación de la administradora por cuenta de cada fondo administrado, de modo que cada fondo de pensiones debe considerarse como un aportante institucional distinto para el conteo de partícipes. Este pronunciamiento muestra que el régimen ya reconoce, en supuestos regulados, la relevancia de la cuenta por la cual se actúa y del patrimonio subyacente.⁶

En síntesis, la autoridad ha seguido un criterio jurídico formal: toda entidad que invierte por cuenta propia debe cumplir directamente alguna de las categorías previstas en la Ley de Mercado de Valores o en la NCG N.º 410. El control total por un inversionista institucional no basta para transmitir la calificación.

IV. Problema regulatorio y económico

El criterio descrito produce una diferencia de tratamiento entre dos inversiones que pueden ser económicamente equivalentes:

a) Inversión directa

El fondo extranjero puede cumplir directamente la NCG N.º 410 y acceder al tratamiento institucional.

b) Inversión mediante SPV

El SPV debe calificar por sí mismo, aunque sea íntegramente controlado por el fondo extranjero, por lo que la calidad institucional puede perderse exclusivamente por la interposición de la entidad jurídica.

El resultado depende de la arquitectura jurídica y no necesariamente de la supervisión efectiva, del origen del capital o de quién adopta las decisiones de inversión. Ello puede desincentivar estructuras habituales destinadas a segregar riesgos, facilitar financiamiento, organizar coinversiones o cumplir restricciones regulatorias del país de origen.

V. Práctica internacional de los inversionistas institucionales

Para evaluar la fricción regulatoria descrita, es necesario distinguir entre el inversionista institucional que aporta o controla económicamente el capital y la entidad jurídica que aparece como titular inmediato de la inversión.

En los mercados internacionales, los fondos de pensiones, fondos soberanos y otros inversionistas institucionales utilizan tanto inversiones directas como estructuras intermediadas. En activos privados, infraestructura, real estate, private equity y proyectos específicos, es frecuente que canalicen su participación por medio de fondos, holdings, vehículos de coinversión o sociedades de propósito especial.

MISMA SUSTANCIA ECONÓMICA, DISTINTA ARQUITECTURA JURÍDICA				
INVERSIÓN DIRECTA	Inversionista institucional extranjero	→	Fondo público chileno	✓ Puede conservar la calificación
INVERSIÓN MEDIANTE SPV	Inversionista institucional extranjero → SPV controlado y trazable	→	Fondo público chileno	X Con la norma administrativas actual no calificaría como inversionista institucional por la entidad intermedia

En el caso de los **fondos de pensiones**, estas estructuras permiten implementar políticas de inversión y límites regulatorios, segregar riesgos entre activos, limitar la responsabilidad de cada inversión, incorporar coinversionistas, contratar financiamiento a nivel del proyecto y organizar mecanismos de gobierno corporativo y desinversión.²

ESTRUCTURA TÍPICA DE INVERSIÓN DE UN FONDO DE PENSIONES EXTRANJERO						
Fondo de pensiones (extranjero)	→	Fondo o vehículo de inversión	→	Holding / SPV	→	Fondo público o proyecto en Chile
PRINCIPALES RAZONES PARA UTILIZAR VEHÍCULOS INTERMEDIOS						
Límites regulatorios Cumplir restricciones de inversión y concentración.	Segregación de riesgos Aislar riesgos y limitar responsabilidad.		Coinversión Facilitar participación de otros inversionistas.		Financiamiento Permitir deuda a nivel del proyecto.	

En el caso de los **fondos soberanos y otras entidades públicas de inversión**, el uso de subsidiarias, holdings regionales o vehículos específicos permite separar jurídicamente cada inversión, establecer órganos de gobierno propios, coinvertir con terceros y mantener la administración del activo diferenciada del Estado o del fondo soberano que aporta el capital.

ESTRUCTURA HABITUAL DE INVERSIÓN DE UN FONDO SOBERANO O ENTIDAD PÚBLICA EXTRANJERA								
Estado extranjero	→	Fondo soberano	→	Holding regional / vehículo de coinversión	→	SPV	→	Activo o fondo en Chile
PRINCIPALES RAZONES PARA UTILIZAR ESTRUCTURAS INTERMEDIAS								
Gobierno corporativo Órganos de administración y control diferenciados.		Separación patrimonial Aislar riesgos y limitar responsabilidad.		Coinversión Participación conjunta con terceros institucionales.		Gestión diferenciada Adaptar la estructura al activo y al marco regulatorio.		

² Los esquemas incluidos en la presente minuta son ilustrativos. No representan una estructura obligatoria ni afirman que todos los inversionistas institucionales operen de la misma forma; muestran configuraciones habituales que pueden emplearse según la clase de activo, la jurisdicción, el mandato de inversión y las restricciones aplicables.

Por ello, la entidad que figura como aportante de un fondo chileno o como adquirente de un activo puede no ser el fondo de pensiones o fondo soberano directamente, sino un vehículo controlado dentro de su estructura de inversión. Ello no implica necesariamente que haya cambiado el origen institucional de los recursos, la entidad que adopta las decisiones de inversión o el marco de supervisión aplicable.

La utilización de un SPV no debe presumirse abusiva ni considerarse, por sí sola, una pérdida de sustancia institucional. Sin embargo, tampoco corresponde reconocer automáticamente cualquier vehículo intermedio. La regulación debe verificar control, finalidad de inversión, supervisión efectiva, beneficiario final, trazabilidad de los recursos y ausencia de terceros no elegibles.

Desde esta perspectiva, **una regla que exige inversión directa puede transformarse en una barrera de entrada:** obliga al inversionista institucional a apartarse de la arquitectura que utiliza internacionalmente o a reorganizar la inversión específicamente para Chile. La cuestión regulatoria consiste en preservar los controles del régimen sin desconocer la forma habitual en que el capital institucional estructura inversiones internacionales.

VI. Vinculación con la Reforma al Mercado de Capitales IV

La situación de los SPV se conecta directamente con el diagnóstico y los objetivos generales de MK4. El proyecto busca profundizar e integrar internacionalmente el mercado de capitales chileno, atraer capital extranjero de largo plazo, aumentar la competencia entre fuentes de financiamiento y remover reglas que dificultan que Chile opere como plataforma financiera regional. Para alcanzar esos objetivos no basta con ampliar los instrumentos disponibles. También es necesario reconocer las estructuras mediante las cuales los inversionistas institucionales globales organizan y canalizan habitualmente sus inversiones.

El reconocimiento de los vehículos especiales de inversión (SPVs) contribuiría a los objetivos de MK4 de la siguiente forma:

- 1. Facilitaría la entrada de capital extranjero.* Permitiría utilizar estructuras compatibles con las políticas internas, exigencias regulatorias y prácticas globales de los inversionistas institucionales.
- 2. Reduciría costos y fricciones de estructuración.* Evita reorganizar una inversión económicamente institucional únicamente para satisfacer una exigencia formal chilena.
- 3. Reforzaría la neutralidad regulatoria.* Inversiones con la misma sustancia económica y nivel de supervisión deberían recibir un tratamiento equivalente.
- 4. Ampliaría la base de inversionistas en fondos de inversión públicos.* Facilita la participación de capital institucional extranjero mediante estructuras reconocidas internacionalmente.

5. *Mejoraría la competitividad de Chile como plataforma financiera.* El reconocimiento de estructuras internacionales habituales reduce desventajas frente a otras jurisdicciones.

6. *Mantendría la integridad del régimen.* El reconocimiento quedaría sujeto a control, supervisión equivalente, identificación del beneficiario final, trazabilidad y ausencia de terceros no elegibles.

VII. Materias que deberían ser objeto de regulación expresa

Se propone incorporar una modificación a la ley que corresponda durante la tramitación de MK4, y una modificación en la NCG N.º 410 una regla de reconocimiento de vehículos intermedios. El SPV podría ser considerado inversionista institucional respecto de una inversión determinada cuando cumpla copulativamente condiciones como las siguientes:

- 1) Propiedad o control total, o un umbral claramente definido, por uno o más inversionistas institucionales.
- 2) Objeto exclusivo o principal consistente en realizar y mantener la inversión correspondiente.
- 3) Ausencia de inversionistas no institucionales, salvo excepciones limitadas y regladas, como por ejemplo podría ser una participación minoritaria de entidades administradoras de tales activos, etc.
- 4) Identificación completa del inversionista institucional, controladores y beneficiarios finales relevantes.
- 5) Adopción de las decisiones de inversión por una entidad administradora o gestora sometida a supervisión equivalente a la Comisión para el Mercado Financiero.
- 6) Acreditación del origen, flujo y destino de los recursos invertidos.
- 7) Contabilidad, documentación y registros suficientes para vincular el SPV con la inversión institucional.
- 8) Prohibición de estructurar el vehículo para transferir beneficios a terceros no elegibles o eludir requisitos regulatorios o tributarios.
- 9) Certificación periódica del administrador, custodio u otra entidad regulada que confirme el cumplimiento de las condiciones.
- 10) Pérdida prospectiva de la calificación cuando dejen de cumplirse requisitos sustantivos, con reglas de regularización para incumplimientos formales subsanables.

VIII. Técnica normativa

1) Norma legal habilitante en MK4

El proyecto podría incorporar una habilitación expresa para que la CMF reconozca vehículos controlados o, alternativamente, establecer directamente que la interposición de un vehículo no impide la calificación cuando concurren condiciones de control, supervisión y trazabilidad definidas reglamentariamente.

2) Modificación de la NCG N.º 410

Habría que modificar la Norma de Carácter General N° 410 para precisar qué entidades adicionales se consideran inversionistas institucionales y bajo qué condiciones se reconoce un SPV controlado. Debería incluir un puerto seguro objetivo y facultades de requerimiento de información por la CMF.

3) Coordinación regulatoria y administrativa

Además del texto legal y la calificación regulatoria, las instrucciones administrativas deberían coordinar los requisitos de información, acreditación y supervisión aplicables a los SPV. La regla debería evitar tanto la pérdida automática del tratamiento como un *look-through* general que permita extender beneficios sin límites.

IX. Conclusión

La jurisprudencia emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros (hoy Comisión para el Mercado Financiero) configuran una doctrina administrativa consistente: la calidad de inversionista institucional no se proyecta automáticamente a una entidad jurídicamente distinta que invierte para su propio patrimonio, aun cuando sea íntegramente controlada por el institucional.

Ese criterio ofrece certeza formal, pero puede generar resultados que no reflejan la sustancia económica ni las prácticas contemporáneas de inversión. MK4 constituye una oportunidad adecuada para resolver esta fricción, porque el reconocimiento condicionado de los SPV materializa varios de sus objetivos centrales: atraer capital extranjero, profundizar el mercado local, ampliar las fuentes de financiamiento, integrar a Chile con los mercados internacionales y modernizar reglas que hoy dificultan la inversión.

La solución recomendada es un reconocimiento condicionado, no una extensión automática: control, supervisión equivalente, finalidad de inversión, trazabilidad, identificación del beneficiario final y medidas antiabuso. Esta solución no crea una excepción ajena a MK4. Por el contrario, completa la lógica del proyecto al remover una fricción regulatoria concreta que afecta el modo en que los inversionistas institucionales extranjeros acceden al mercado chileno.

La calidad de inversionista institucional debería seguir a la sustancia económica y regulatoria del capital, y no perderse automáticamente por la utilización de un vehículo intermedio plenamente controlado y trazable.
