

## Mercado de capitales II

Patricio Arrau  
Presidente Gerens  
(Columna diario La Tercera, 19/06/04)

Al concluir el primer a3o del gobierno del Presidente Lagos se dio a conocer un auspicioso proyecto de reforma. Naci3 el llamado proyecto de reforma del mercado de capitales I, como ser3a conocido despu3s. Este proyecto sorprendi3 al mercado por la amplitud de su propuesta. Hac3a tiempo que un proyecto de reforma en el mercado de capitales o en el sistema financiero no entusiasmaba tanto. No alcanzaba a aprobarse este ambicioso proyecto cuando ya se hablaba del proyecto de reforma del mercado de capitales II e incluso reforma del mercado de capitales III. El segundo traer3a todos los aspectos m3s de detalle para estimular el capital de riesgo y el tercero se reservar3a para una mirada m3s cuidadosa al sistema de AFP. El entusiasmo de los asesores del ministerio de Hacienda estaba incluyendo demasiados temas en el proyecto de mercado de capitales I y fue necesario dividir los temas en etapas puesto que el sistema pol3tico no pod3a digerir tanto en tan poco tiempo. Al llamado "Big-bang" financiero de la econom3a chilena, es decir, ese fen3meno de fuerte desregulaci3n del mercado de capitales y financiero que se observa en casi todas las econom3as que alcanzan un grado importante de madurez, asomaba con fuerza en Chile.

Y lo prometido es deuda. As3 fue como no alcanzaba a aprobarse en el Congreso Nacional la reforma I y surg3a con fuerza la reforma II en el seno de la agenda pro crecimiento de SOFOFA. La primera gran reforma microecon3mica era la antesala de muchas m3s. No es f3cil entender como fue que nos entramos tanto. La crisis externa y el bajo crecimiento que se prolongaba con una tras otra reactivaci3n frustrada influyeron para volver la mirada a la macroeconom3a. Las dudas al interior de Concertaci3n respecto al camino de liberalizaci3n financiera trazado pusieron su parte. La restricci3n fiscal que ven3a con el estancamiento no permit3a pensar en nuevos ajustes tributarios a nivel macroecon3mico para liberar el proceso de ahorro-inversi3n de las distorsiones del impuesto a la renta. Las pugnas de los diversos intereses corporativos en el mercado de capitales tambi3n contribuyeron al enredo. Pero fue la debacle de Inverlink la que puso la cuota final. No s3lo derrib3 autoridades del mercado financiero y de capitales sino que tambi3n termin3 por desfigurar nuestro llamado "Big-bang". El proyecto de mercado de capitales II se convirti3 en un nuevo campo de negociaciones de lado y lado, una mezcla h3brida de liberalizaci3n y regulaci3n.

¿Es posible recuperar el esp3ritu original? No. Pero s3 es posible desandar algunos de los pasos para retomar algunos impulsos. El pa3s necesita m3s que nunca nuevos impulsos de tipo microecon3mico. Innecesaria la nueva autorizaci3n previa para ingresar a la banca. Mayor claridad respecto a la intenci3n detr3s de la nueva regulaci3n de las tarjetas de cr3dito. Y definitivamente acoger los cuestionamientos en materia de capital de riesgo. Es en este campo donde el discurso y la pr3ctica parecen diferir en su mayor magnitud.

Para estimular el capital de riesgo, es de vital importancia eliminar la distorsi3n que se origina en el impuesto a la ganancia de capital. Ello pues, al crear una empresa, lo primero que se refleja en el mercado es el valor presente de los flujos futuros los que por ley est3n gravados con el impuesto a la renta. Sin embargo, al gravar tambi3n la ganancia de capital se est3n gravando los mismos flujos dos veces. Por ellos, las buenas legislaciones de capital de riesgo eliminan o acotan severamente este impuesto.

Por una parte la autoridad teme abrir demasiados filtros o "loopholes" al sistema tributario general, por lo que se incorporaron un sinn3mero de resguardos para este prop3sito. En Irlanda se liber3 completamente la ganancia de capital para los fondos de capital de riesgo y en EE.UU. el l3mite de renta exenta es de US\$ 10 millones por accionista para los instrumentos en empresas peque3as. Ello contrasta dram3ticamente con el l3mite de UF 10.000 (US\$ 250.000) en el proyecto actualmente en el Congreso.

Para avanzar de verdad debe cambiarse el enfoque. Menos regulaciones previas y m3s facultades discrecionales para el Servicio de Impuestos Internos (SII), de modo que se pueda controlar los eventuales

abusos que siempre surgen con las excepciones. Los privados que deseamos dedicarnos a este negocio (he aqu3 mi confesi3n de inter3s personal en esta propuesta) podemos aceptar mayores facultades discrecionales del SII pues s3lo eliminando el exceso de regulaciones previas del actual proyecto ser3 posible impulsar de verdad el capital de riesgo en Chile.