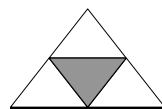


Un Mercado de Capitales para Crecer

Versión Final

25 de julio, 2003

(publicado en Felipe Morandé y Jorge Quiroz, editores,
Crecimiento en Chile, una mirada desde los sectores,
Cámara Chilena de la Construcción, agosto 2003)



GERENS S.A.

GERENS S.A. 2003
Trabajo elaborado por
Patricio Arrau, con la
colaboración de Ricardo
Pimentel.

Un Mercado de Capitales para Crecer
Contenidos

1.	Introducción	1
2.	Diagnóstico situación actual mercado de capitales	2
2.1	Reformas 1980-2000	2
2.2	Desarrollo institucional: Evolución mercado de capitales	4
2.3	Principios que inspiran las recientes reformas al mercado de capitales	6
2.4	Reformas recientes: Reformas mercado de capitales I	9
2.5	Reformas recientes: Reformas mercado de capitales II	11
3.	Reformas pendientes	15
3.1	Marco conceptual	15
3.2	Propuestas	17
	Bibliografía	20



Padre Mariano 272 of. 202
Fonos: (56-2) 235-9890
(56-2) 235-1739
Fax: (56-2) 235-6875
Web: www.gerens.cl
e-mail: parrau@gerens.cl
rpimentel@gerens.cl

Providencia-Santiago-Chile

1. Introducción

Un mercado de capitales eficiente permite una adecuada asignación desde los recursos destinados al ahorro hacia proyectos de inversión, que en definitiva permiten una mayor acumulación de capital y por tanto mayores niveles de crecimiento potencial y mayor capacidad de creación de empleo.

La experiencia chilena en materia de regulación de mercado de capitales ha sido un constante proceso de ensayo y aprendizaje. En los primeros años de la década del 80 la regulación del mercado de capitales se centró en el fortalecimiento de las instituciones reguladoras y fiscalizadoras y en la creación del sistema privado de pensiones. Posteriormente gran parte del desarrollo del mercado fue orientado para proveer de instrumentos susceptibles de invertir por parte de las AFP, las que comenzaron a administrar un volumen creciente de recursos, que en la actualidad equivale a prácticamente el 50% del PIB chileno.

Entre 1980 y 1995 el desarrollo del mercado de capitales chileno fue espectacular tanto si se analizan los volúmenes transados en bolsa, el patrimonio bursátil, los volúmenes de intermediación financiera, las colocaciones de bonos y los montos administrados por las AFP, fondos mutuos y fondos de inversión. Sin embargo, previo a la crisis asiática el mercado de capitales comenzó a sufrir un serio estancamiento el que ha sido atribuido principalmente a problemas asociados al excesivo “reglamentarismo” de nuestras leyes, a la necesidad de introducir mayor competencia a los distintos segmentos del mercado y a la menor rentabilidad esperada producto de la existencia de impuestos distorsionadores como lo es el impuesto a las ganancias de capital accionarias.

Este trabajo realiza un breve recuento de un conjunto de diagnósticos y propuestas realizadas por este autor y que creemos son necesarias para que en nuestro país se desarrolle un mercado de capitales para crecer. El trabajo se organiza en torno a cuatro secciones de las cuales esta es la primera. La segunda sección realiza un breve diagnóstico del conjunto de cambios legales y regulatorios que se realizaron en el mercado de capitales entre los años 1980 y 2000. Posteriormente se analizan los principios que inspiraron la denominada Reforma al Mercado de Capitales I y la propuesta de la Reforma II dada a conocer recientemente por el Gobierno, las que a continuación se describen en sus principales aspectos.

Finalmente, la sección 3 analiza las reformas que a juicio de este autor aún están pendientes para tener un mercado de capitales para crecer.

2. Diagnóstico situación actual del mercado de capitales

Desde comienzos de la década del 80 que el mercado de capitales chileno ha estado sujeto a un continuo proceso de reformas, las que permitieron que éste se convirtiera en uno de los más profundos y desarrollados no sólo de Latinoamérica sino que también del mundo en desarrollo.

En esta sección se realiza un breve diagnóstico de la evolución del mercado de capitales chileno desde 1980 a la fecha. En primer lugar, se realiza un recuento de los principales cambios normativos y regulatorios del período 1980-2000. Posteriormente, se revisan los principios que inspiran las denominada “Reformas al Mercado de Capitales I y II”, para finalmente describir los principales cambios que introdujeron en la primera.

2.1 Reformas período 1980-2000

Las reformas realizadas a partir de los años 80 se centran en corregir la regulación del sistema bancario, así como promover un mercado de capitales más diversificado. En ambos aspectos se sigue el modelo anglosajón norteamericano, el que limita el ámbito bancario y promueve el desarrollo de instituciones no bancarias en el mercado de capitales. En este período, prima el fortalecimiento de la regulación prudencial y el establecimiento de una fuerte institucionalidad regulatoria, producto de la crisis financiera que vivió nuestro país en los primeros años de la década del 80 (para mayor detalle véase Arrau 1997).

En el ámbito bancario, a comienzos de la década del 80, destaca la modificación de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) ampliando los poderes de los Intendentes, en particular facultándolos para imponer sanciones y restricciones a bancos que presentasen inestabilidad financiera (1981), y la modificación a la Ley General de Bancos de 1986, en donde se define el secreto bancario y se establecen normas rigurosas respecto de la concentración de créditos.

En este período en la práctica se congeló la entrada a la industria bancaria, la que dependía en forma exclusiva de las autoridades, debido a la necesidad de generar rentas oligopólicas que facilitarían la recapitalización de la industria y mejorarían los flujos por concepto de la llamada obligación subordinada que varias instituciones tenían con el Banco Central. Una vez superados los problemas descritos, la regulación del sistema bancaria avanzó hacia la expansión de las posibilidades de negocios de la banca y a la entrada de nuevos actores al mercado.

Así, la nueva Ley General de Bancos de 1997 permitió la internacionalización de la banca (instalar fuera de Chile filiales aprobadas domésticamente) y la implementación de nuevos negocios domésticos (factoraje, securitización, administración de fondos de capital extranjero, corretaje de seguros, custodia y transporte de valores, cobranzas, servicios financieros a AFPs). En el ámbito de la entrada de nuevas instituciones se cambió la absoluta discrecionalidad de la que gozaba el regulador, definiéndose estándares de acceso exigentes pero objetivos, de manera que el espíritu es el facilitar la competencia en la industria, resguardándose únicamente que no se incorporen empresarios inescrupulosos y/o muy proclives a prácticas de alto riesgo. Desde este último cambio normativo se han otorgado 7 licencias bancarias, los mayoría de ellos correspondientes a los denominados bancos de “nicho” o bancos especializados, los que se han orientado hacia el crédito de consumo (e.g., bancos Falabella y Ripley) y al financiamiento de la pequeña y mediana empresa (e.g., banco HNS).

En segundo lugar, a principios de los ochenta se implementó quizás la principal reforma al mercado de capitales, la creación del sistema de pensiones de capitalización individual (1980) que establece las cuentas de capitalización individual y la administración privada de los fondos de ahorro obligatorio para la vejez, sistema que ha sido adaptado a las realidades de otros países desarrollados y en desarrollo.

En tercer lugar, se tienen un conjunto de reformas y cambios legales que tuvieron como uno de sus principales objetivos mejorar y profundizar el mercado de valores de manera de proveer de activos susceptibles de ser invertidos por el nuevo sistema de pensiones. Entre otros, destaca la Ley Orgánica que crea la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), cuya función es la fiscalización de personas y empresas que emitan o intermedien valores de oferta pública (1980); la nueva Ley de Mercado de Valores que norma las disposiciones a que debe someterse la emisión de valores de oferta pública, sus mercados e intermediarios (1981); la nueva Ley de Sociedades Anónimas, que define sociedades abiertas y cerradas (1981), y la creación de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR).

Las reformas que se comienzan a implementar desde la segunda mitad de la década del 80 tienen como principal objetivo aumentar la diversificación de activos susceptibles de ser invertidos por las AFP al mismo tiempo de diseñar nuevos vehículos de inversión en nuevas empresas. En este aspecto se tiene la modificación de la ley de Seguros y la ley de Mercado de Valores, la que obligó a la clasificación continua de riesgo de valores de oferta pública susceptibles de ser comprados por las AFP (1987); la Ley 18.876 que norma la constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores (1989); el acuerdo de la CCR que autoriza los fondos de pensiones a invertir en proyectos sin historia (1992), etc.

En 1989, por su parte, se publica la Ley de Fondos de Inversión, con cuotas transables en el mercado financiero, definiéndose los fondos mobiliarios, inmobiliarios y de capital de riesgo, cuyo objetivo original era mejorar el financiamiento de empresas que no tuvieron acceso al mercado de capitales tradicional vía la apertura en bolsa o la colocación de bonos corporativos.

En la misma línea anterior, se tienen las modificaciones de 1994 que introdujeron cambios sustanciales a diversas leyes del mercado de capitales (fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de seguros, mercado de valores, fondos de inversión), las que implicaron una flexibilización de los límites e instrumentos de inversión de los fondos de pensiones, así como el fortalecimiento y perfeccionamiento de las normas regulatorias del mercado. A estas reformas, posteriormente se adicionaron cambios a la Ley de Fondos de Pensiones y de Inversión de modo de posibilitar el financiamiento de los megaproyectos de infraestructura que a la fecha se encontraban en un estado incipiente.

Para terminar este breve recuento de los principales cambios normativos que han sido introducido en nuestro mercado de capitales, en 2000 se promulgó la Ley de Oferta Pública de Acciones (OPAs), donde se establecieron normas respecto a la información que deben entregar ejecutivos y accionistas controladores sobre compras o ventas de las acciones de las compañías donde estén involucrados, la posibilidad de remunerar a los ejecutivos con opciones de acciones, el derecho de las sociedades anónimas a comprar un porcentaje de sus propios títulos, las normas más precisas que regulan las transacciones relacionadas y la creación de comités de auditoría y se autorizan los fondos privados de inversión en la Ley 18.815. También se faculta a la Superintendencia de Valores y Seguros a establecer categorías de sociedades anónimas que estén sujetas a distintas exigencias de información.

2.2 Desarrollo institucional: Evolución mercado de capitales

El análisis de la sección previa muestra que en definitiva, entre 1980 y 2000 se produjo un intenso proceso de desarrollo institucional y flexibilización gradual que permite un gran desarrollo del mercado de capitales. El impacto se observa en el cuadro 2.1, que presenta algunos indicadores de desarrollo del mercado de capitales como porcentaje del PIB. Entre 1980 y 1995 el mercado de capitales tuvo un extraordinario crecimiento, con una fuerte expansión de las instituciones, actividad y sofisticación de los instrumentos. Sólo por mencionar algunos indicadores, el volumen de acciones transadas pasó desde 0,2% del PIB en 1984 hasta 18% en 1996, las de instrumentos de renta fija desde 4,4% hasta niveles de 208% del PIB en igual período, mientras que la capitalización bursátil alcanzó un “peak” de 108,5% del PIB en 1995. Del cuadro se puede apreciar además la creciente importancia que han

tomado las AFP cuyos fondos administrados llegaron a superar el 50% del producto hacia fines del segundo milenio

Cuadro 2.1
Desarrollo del mercado de capitales
(Porcentaje del PIB en base a cifras nominales)

Año	Montos Transados				Inversionistas Institucionales						
	Acciones	Renta Fija	Intermediación financiera	Patrimonio bursátil	Reservas Cías. De Seguros	Fondos de Pensiones	Fondos de Mutuos	Fondos de Inversión	FICE	Bonos emitidos por empresas	M7-M1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
1980	2,41	0,25	3,27	41,87	2,02	-	2,68	-	-	0,19	-
1981	1,39	0,35	5,54	26,58	1,91	1,16	2,62	-	-	0,37	27,72
1982	0,56	0,29	10,42	21,55	2,32	3,50	2,44	-	-	1,66	32,22
1983	0,31	5,74	3,24	13,08	2,59	6,43	0,55	-	-	1,51	31,06
1984	0,21	4,42	2,90	11,41	2,91	7,58	0,49	-	-	1,37	31,05
1985	0,32	10,61	9,23	13,08	3,41	11,00	0,76	-	-	1,53	37,94
1986	1,67	24,26	16,54	22,90	3,89	12,70	1,21	-	-	0,85	33,31
1987	2,43	26,24	24,64	25,43	4,44	14,12	1,43	-	-	1,37	34,77
1988	2,54	34,13	40,14	27,47	4,39	14,81	1,39	-	-	2,01	35,54
1989	2,98	42,48	32,64	33,16	5,15	17,63	1,29	-	-	3,37	39,13
1990	2,53	45,50	17,28	43,73	6,71	23,45	1,58	-	1,65%	4,57	45,23
1991	5,52	35,15	27,09	81,64	7,89	29,88	2,64	0,07	2,97%	5,59	47,25
1992	4,75	53,17	39,19	69,60	8,22	29,46	2,32	0,14	2,69%	4,87	49,31
1993	6,13	55,86	61,30	73,15	9,65	35,49	2,86	0,24	3,63%	4,80	52,95
1994	10,06	89,02	63,26	124,78	8,65	38,76	3,86	0,53	3,85%	4,52	53,89
1995	16,45	210,36	89,37	108,53	9,88	36,64	3,88	1,30	2,97%	3,67	53,82
1996	18,03	207,59	152,16	89,58	10,45	37,44	3,81	1,46	1,82%	2,84	59,79
1997	12,67	207,03	176,76	90,98	11,36	39,04	5,35	1,61	1,62%	2,24	65,21
1998	7,40	201,81	251,16	67,18	12,43	40,27	3,54	1,63	1,02%	2,75	70,94
1999	11,42	130,62	180,94	97,33	14,05	49,24	5,18	1,88	1,39%	3,46	76,50
2000	8,78	125,52	180,17	85,79	15,65	50,96	6,33	1,85	0,84%	4,98	76,57
2001	6,56	117,14	184,18	85,89	16,88	53,57	7,31	1,82	0,86%	8,84	77,38
2002	6,74	131,31	209,41	69,40	17,47	55,77	9,88	1,98	0,65%	10,60	75,99

Fuente: SBIF, Banco Central, SAFF, Bolsa de Comercio de Santiago.

El crecimiento promedio anual superior a 7% de los años 1990-1997 de la economía chilena se explica en forma importante por el elevado grado de desarrollo y profundidad del mercado de capitales descrito previamente.

Sin embargo, este proceso empezó a debilitarse y a estancarse severamente desde 1995 en adelante; es decir, antes de que la crisis asiática golpeará a la economía chilena y que los capitales externos se hicieran escasos.¹ Entre 1995 y 1997, el debilitamiento del mercado no puede explicarse por la escasez de capitales externos o por los procesos de fusiones o adquisiciones. Más bien se explica por medidas de política (o la falta de ellas) de parte de la autoridad económica, que a su vez respondían a dos concepciones de la autoridad que terminaron ahogando el mercado. La política de control de flujo de capitales y de banda cambiaria y un enfoque legal y de fiscalización demasiado detallista y reglamentario que lleva a un engorroso y burocrático sistema de autorizaciones previas y complejos contratos para precaver tanta contingencia legal.

En este contexto, entre las causas del estancamiento del mercado de capitales se encuentran la alta concentración del mercado de fondos de pensiones, bajo crecimiento de

¹ Arrau (2001)

empresas listadas en bolsa debido a los altos requisitos y altos costos de registro, incipiente mercado de capital de riesgo, restricciones a los inversionistas extranjeros, alta regulación de las inversiones de las AFP y preferencia de éstas por mercados extranjeros más líquidos, consolidación excesiva y concentración de la propiedad de grandes empresas chilenas, altas tasas marginales de impuestos e inclusión de las ganancias de capital en la base imponible².

Respecto de la banca, la década los noventa marcó un período en donde el sistema creció y se modernizó, ampliando la cobertura de sus productos y servicios a un mayor porcentaje de la población (e.g., entre 1990 y el año 2002 el número de cuentacorrentistas aumentó más de dos veces sumando actualmente más de 1,5 millón de personas y las colocaciones crecieron a una tasa promedio anual de 10% real entre 1990 y 2000). Entre los nuevos negocios que han tenido un mayor desarrollo destacan las colocaciones e inversiones internacionales, los derivados de tasas de interés y tipos de cambio, el factoring, el corretaje de seguros, los servicios de banca electrónica y banca por Internet.

La banca chilena ha vivido un importante proceso de consolidación durante los últimos años, lo cual ha llevado a una disminución progresiva del número de actores que operan en el sistema, fenómeno que obedece a nuevas tendencias de la industria a nivel internacional en donde los tamaños óptimos de las empresas han cambiado. Se consolidan entonces los megabancos o multipropósito y aparecen en contraparte los denominados bancos de “nicho” o especializados. En efecto, desde 2000 la SBIF ha otorgado 7 licencias bancarias (Deutsche Bank, HNS, HSBC, Ripley, Falabella, Monex y Conosur) y a la fecha, se gestiona la obtención de licencias para el funcionamiento de Banco París y Banco Progreso, lo que sin duda incrementará la competencia en la industria lo que para el consumidor significa productos y servicios de mejor calidad a precios más bajos.

2.3 Principios que inspiran las recientes reformas al mercado de capitales

El estancamiento que vive nuestra economía y mercado de capitales desde la segunda mitad de la década pasada llevó a una amplia discusión entre el mundo privado y público con el objeto de plantear reformas microeconómicas para gran parte de los sectores de nuestra economía. Así, uno de los primeros sectores a los cuales se comenzaron a realizar reformas correspondió al mercado financiero y de capitales, a través de las denominadas Reformas al Mercado de Capitales I y II. En esta sección se revisan los principales principios teóricos que han inspirado estas reformas, las que se describen en las siguientes dos secciones de este capítulo.

² Para mayores detalles de estas explicaciones de iliquidez véase Arrau (2001).

a) Profundización del impuesto base consumo a través del mercado de capitales

Uno de los pilares de nuestro sistema tributario es el impuesto a la renta. Como su nombre lo indica, el impuesto a la renta grava todo tipo de ingresos, los que incluyen sueldos y salarios, intereses, dividendos y ganancias de capital. Es decir, el impuesto a la renta considera como renta y por tanto como parte de la base imponible, los ingresos que provienen del ahorro de personas y empresas lo que reduce la rentabilidad neta de inversiones en instrumentos de ahorro y con ello los recursos que se destinan a esta actividad.

Existe alta coincidencia entre economistas que el impuesto base consumo (e.g., el IVA) es superior en términos de la asignación de recursos en la economía al impuesto base renta debido que al gravar el mero hecho de consumir incentiva el ahorro de la economía y con ello la acumulación de capital.

Es posible demostrar que en el caso del impuesto base renta, si se excluyen de la base imponible los montos ahorrados y se incluyen los montos desahorrados según corresponda se puede replicar el impuesto base consumo.³ En este contexto, si bien es cierto lo ideal sería deducir de la base imponible todas las formas de ahorro (e incorporando el desahorro), por razones de evasión y elusión de impuestos la autoridad ha ido permitiendo en el tiempo estas deducciones en forma acotada. Este es el caso del ahorro obligatorio para la vejez y recientemente del ahorro previsional voluntario (APV). Próximo en la lista deben estar los ahorros para la educación y capacitación propia y de los hijos.

b) Promover sana competencia entre distintos actores del mercado

Uno de los temas que requiere atención es el alto nivel de concentración en la administración de fondos de parte de las AFP. En efecto, las AFP son las únicas responsables de administrar los ahorros obligatorios para jubilación, lo que implica que en la práctica los gerentes de finanzas de 5 AFP decidan inversiones por el equivalente a más del 50% del PIB. Además, el alto costo que significa captar afiliados uno a uno se traduce en altas comisiones. La Reforma al Mercado de Capitales I dio un gran paso adelante en promover la competencia al permitir que agentes del mercado de capitales distintos de las AFP pudieran proveer la administración de APV. No obstante, es necesario dar pasos en la dirección de permitir que una fracción de los ahorros obligatorios para la vejez puedan ser administrados por actores distintos de las AFP y al mismo tiempo, las AFP tengan un vehículo más flexible para administrar el APV.

³ Arrau (2002 b).

En otras áreas del mercado financiero también se observa fuerte concentración o la operación de hecho de monopolios como es el caso de las empresas de apoyo al giro (Redbanc, Transbank, CCA, etc.), que implican la provisión de los servicios a precios alejados de costos y en muchos casos discriminación de precios y prácticas anticompetitivas (para mayor detalle véase sección 3). Es necesario avanzar en transparentar las estructuras tarifarias y de operación de estas empresas o mercados de modo que se resguarden los intereses de los consumidores y no sólo de los actuales propietarios, sino que también de los futuros entrantes a la industria.

c) Desreglamentar marco legal excesivo

Tal como se mencionó previamente, en nuestro país existe una tradición de Ley escrita, la que se ha extendido hacia la normativa del mercado financiero y de capitales, que no existe en ningún centro financiero importante. En efecto, tal como argumenta Gallagher (1998) los grandes centros financieros del mundo como Londres, Nueva York, Hong Kong y Singapur, tienen derecho consuetudinario, o *common law*. La consecuencia es que la Ley tiene mucho más capacidad de responder en forma flexible y rápida a lo que es el mundo más veloz que existe: el mundo financiero.

La “costumbre” chilena de leyes extremadamente detallistas y reglamentarias lleva a un engorroso y burocrático sistema de autorizaciones previas y complejos contratos para precaver tanta contingencia legal. Emblemático es el caso del DL 3.500 que regula el sistema de fondo de pensiones y sus portafolios a un detalle desproporcionado. Este problema se soluciona redactando leyes y normas menos detallistas y entregando mayor iniciativa a los actores del mercado.

d) Modificar modo de fiscalización desde exceso de prevención ex ante a control ex post

Al problema de poseer leyes demasiado reglamentarias, se le adiciona un exceso de fiscalización y supervisión *ex ante* de parte de las autoridades. Como se argumenta en Arrau (2001), ello no es más que una presunción de parte de la autoridad de que los actores del mercado buscan abusar, monopolizar o evadir impuestos y que se requieren normativas preventivas que impidan cualquiera de estas acciones a todos por igual. En este sentido, se debe avanzar hacia un enfoque de control *ex post* que implique fuertes multas y castigos a quienes infrinjan las leyes y/o normas que regulan los mercados.

2.4 Reformas recientes: Reformas mercado de capitales I

El diagnóstico descrito anteriormente, compartido tanto por analistas como por autoridades de Gobierno, llevó a que a comienzos del año 2001 se comenzara a discutir en el ámbito público-privado reformas a la legislación de mercado de capitales. Finalmente, en noviembre del mismo año, se aprobó el paquete de reformas cuyo principal objetivo era mejorar la liquidez y profundidad del mercado de valores, mejorar el acceso a financiamiento de las pequeñas y medianas empresas e incentivar el ahorro de las personas. En lo que sigue, se resumen brevemente los principales aspectos de esta reforma, la que se conoce como Reforma al Mercado de Capitales I.

Una de las reformas más importante cuyo objetivo fue el de mejorar la liquidez y profundidad del mercado de valores fue la exención del impuesto a las ganancias de capital. En efecto, desde fines del año 2001 se exime del impuesto a las ganancias de capital a las enajenaciones de acciones de sociedades anónimas abiertas, cuando se trate de acciones que cuenten con presencia bursátil⁴ que se transan en una bolsa de valores del país o en otra bolsa autorizada por la SVS, o en un proceso de oferta pública regulado por la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores y siempre que los títulos sean adquiridos originalmente en una Bolsa de Valores del país, a través de una OPA, o en un proceso de colocación de acciones de primera emisión. La exención es extensiva a la enajenación de cuotas de fondos de inversión que tienen presencia bursátil, como también a la enajenación o rescate de las cuotas de fondos de inversión que no tienen presencia bursátil, cuya cartera en promedio está constituida al menos en un 90% por acciones de alta presencia bursátil.

En segundo término se tiene la exención del impuesto a la ganancia de capital para empresas emergentes, como parte del proceso de creación de alternativas de financiamiento para proyectos emergentes, novedosos e innovadores cuyas acciones se transan en la bolsa de valores que se creará para el efecto (Bolsa Emergente). En virtud de esto, por un lapso de tres años y hasta el año 2006, se exceptuó del pago de impuestos el mayor valor que resulta en la enajenación de acciones inscritas en el registro de valores que son transadas en mercados para empresas emergentes organizados en alguna de las bolsas de valores del país, siempre que dichas empresas se hubieran abierto en bolsa cumpliendo algunos requisitos mínimos de desconcentración y dispersión. La forma en que se hizo la deja como insuficiente, por lo que el tema se está discutiendo nuevamente en el contexto de la Reforma II.

También, se modificó la Ley de la Renta de modo que no se considera como enajenación, y por lo tanto no constituye renta, la llamada venta corta o préstamo de acciones,

así calificada por la SVS cuando se trata de acciones que cumplen el requisito de presencia bursátil.

Se introdujeron cambios a la Ley General de Bancos con el objeto de aumentar la competencia en el sector y facilitar la constitución de bancos de nicho o especializados. Así por ejemplo, se redujo al 50% (UF 400.000) el capital mínimo que debe ser pagado al momento de la constitución de nuevos bancos o de autorización de funcionamiento de una sucursal de un banco extranjero y no se establece plazo para enterar el saldo para llegar a las U.F. 800.000 establecidas en la reforma de 1997.

Los efectos de comercio, o bonos con duración inferior a un año, son una interesante alternativa para que las empresas financien su capital de trabajo. Previo a la reforma de fines de 2001 dichos instrumentos estaban sujetos al pago del impuesto de timbres y estampillas en cada emisión de títulos (tasa de 0,1% mensual con un tope de 1,2% del monto registrado). Así, en la práctica cuando se inscribía una nueva emisión de efectos de comercio para refinanciar una que se encontraba en el mercado, el impuesto de timbres y estampillas se duplicaba, lo que incrementaba el costo de este tipo de financiamiento. La reforma permite ahora a las empresas inscribir en el Registro de Valores un programa de emisiones de efectos de comercio, de manera que el pago máximo del impuesto de timbre y estampillas es equivalente a 1,2% del monto registrado, independientemente del plazo del programa evitando la duplicación del impuesto.

Se eliminó el impuesto de 4% a los intereses pagados por créditos otorgados desde el exterior, cuando el deudor es una institución financiera constituida en Chile, siempre que los recursos son utilizados para otorgar un crédito al exterior. El objetivo de esta medida es internacionalizar la banca a través del mecanismo de la intermediación crediticia. Paralelamente, para facilitar el financiamiento de empresas que no acceden al mercado exterior y con el objeto de aprovechar la liquidez del mercado nacional, se rebajó de 35% a 4% el impuesto a los intereses pagados a inversionistas institucionales extranjeros que invierten en instrumentos de renta fija en moneda local.

La Reforma al Mercado de Capitales I introdujo un nuevo incentivo al ahorro, que consiste en que los trabajadores dependientes e independientes pueden rebajar de su base imponible del impuesto único de segunda categoría parte de los depósitos de APV o cotizaciones voluntarias, incrementando el monto deducible desde 48 a 50 UF mensuales. Si el pago lo realiza el empleador, las cotizaciones voluntarias se benefician inmediatamente con la exención tributaria hasta un monto de 50 UF mensuales, ya que se rebaja de la base imponible

⁴ Las acciones con presencia bursátil son aquellas que durante los últimos 181 días hábiles bursátiles registran una presencia ajustada igual o superior al 25 %, la cual es calculada considerando sólo los días con transacciones iguales o mayores a UF 200 en dicho período.

del impuesto único de segunda categoría. Por otra parte, si el pago se hace personalmente (trabajadores dependientes e independientes), el monto exento es de 600 UF al año, lo que se hace efectivo al reliquidar el impuesto único de segunda categoría, en la declaración anual de impuesto a la renta realiza por el trabajador respecto de las cotizaciones voluntarias enteradas en el año calendario anterior. Con este beneficio, los trabajadores pueden diferir el pago de impuestos, ya que al retirar estos fondos deben gravar con el impuesto correspondiente. Esta reforma está inspirada en las denominadas cuentas IRA (“Individual Retirement Account”) de los EE.UU.

Previo a la reforma, el APV podía ser administrado sólo por las AFP lo que implicaba un alto costo de administración y no ofrecía alternativas de elección a las personas. Como un modo de incrementar las alternativas de inversión y la competencia entre diversos actores del mercado, desde esa fecha el APV puede ser administrado por AFPs, administradoras de fondos mutuos, fondos de inversión, bancos y compañías de seguros de vida, u otros que autorice la SVS.

A poco más de un año de transcurrido estas modificaciones, es prematuro analizar el impacto sobre el mercado doméstico más aún si no se puede controlar por otras variables que afectan su evolución. No obstante, es importante destacar la evolución que ha tenido el APV, el que pasó de 46 a 16.637 cuentas vigentes entre marzo y diciembre de 2002, con un saldo acumulado que lo hizo desde \$ 52,5 millones a \$ 12.003 millones de pesos para el mismo período sólo considerando las nuevas cuentas abiertas.

2.5 Reformas recientes: Reformas mercado de capitales II

Hacia fines del año 2001 la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) en conjunto con el Gobierno iniciaron el trabajo de la denominada Agenda Pro Crecimiento, la que consistió en el estudio a nivel técnico de profesionales del sector público y privado de reformas que se debían realizar en cada uno de los sectores económicos del país de modo de dar un reimpulso al crecimiento potencial de nuestra economía.

En el caso del sector financiero y de mercado de capitales, las propuestas de la entidad gremial se plasmaron en el documento, las que se analizaron y discutieron con autoridades de Gobierno durante 2002 y la primera mitad del año 2003.⁵ Finalmente, hacia fines de junio del presente año el Ministro de Hacienda en conjunto con los Superintendentes de Valores y Seguros, AFP y de Bancos e Instituciones Financieras y el Coordinador de Mercado de

⁵ Arrau (2002 a)

Capitales dieron a conocer los contenidos de los proyectos de Ley de la denominada Reforma al Mercado de Capitales II.

En su diagnóstico, las autoridades indican que la primera reforma ha permitido que nuestro país se ponga a la cabeza de región y de los países emergentes en materia de modernización de nuestro mercado de capitales. Sin embargo, se indica que es necesario seguir avanzando para hacer posible que proyectos emergentes desarrollados por empresarios innovadores, tengan acceso a financiamiento de un modo más económico y eficiente. En este contexto, los proyectos de ley se pueden agrupar en tres grandes grupos: Incentivos para el desarrollo de la industria de capital de riesgo, fortalecimiento de los mecanismos de ahorro previsional voluntario y fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación (Ministerio de Hacienda, 2003).

(i) Incentivos para el desarrollo de la industria del capital de riesgo

El capital de riesgo surge en EE.UU. como una fuente de financiamiento para crear nuevos productos o iniciar empresas. Así, el capital de riesgo clásico invierte en capital semilla (seed capital), empresas que comienzan a operar (start-ups) y en empresas que se encuentran en etapas tempranas de desarrollo (early stages). Dada la importancia de este modo de financiamiento para la creación de riqueza, su desarrollo en distintos países y en organismos multilaterales ha implicado distintas formas de incentivos ya sea a través de la constitución de fondos destinados a este tipo de financiamiento, exención de impuestos a las ganancias de capital y regulación ad-hoc entre financistas y emprendedores y/o gestores. En lo que sigue se describen las principales propuestas de la autoridad a este respecto.

En primer lugar, se establece que CORFO en conjunto con el Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo (FOMIN), entregarán garantías a la deuda que emitan los fondos de inversión elegibles de modo que estos podrán tener una relación de deuda capital de 2 veces. Operativamente, las cuotas de capital y de deuda del fondo serán ofrecidos de manera conjunta a los inversionistas de modo que compren una cuota de capital y dos de deuda en cada paquete. El objetivo de esta reforma es que los inversionistas institucionales puedan tener acceso a instrumentos con tasas de retorno positivas y de bajo riesgo. Así, un fondo exitoso podrá repartir la totalidad de sus beneficios a los aportantes mientras que para los menos exitosos la pérdida se acotará a un tercio de los aportes realizados.

Como su nombre lo indica, en la industria de capital de riesgo se invierte en proyectos o empresas de alto riesgo y que tienen por tanto elevadas rentabilidades esperadas. De este modo, dado que crear una empresa es esencialmente generar una ganancia de capital que pueda colocarse en bolsa o venderse en parte a otra empresa, la existencia de impuestos a la ganancias de capital puede desalentar el desarrollo de proyectos innovadores. El proyecto de Ley

establece eximir del pago del impuesto a la ganancia de capital el mayor valor entre la inversión y la enajenación de las acciones que se enajenen en bolsa o vendan parte a una persona no relacionada a los principales accionistas de la empresa. Esta exención tendrá un límite de UF 10.000 por accionista, incluyendo a sus relacionados, e incluye otras restricciones de control “ex ante” que pueden ocasionar distorsiones. En la próxima sección se realiza una propuesta alternativa.

La exención tributaria comentada precedentemente se mantiene en los activos subyacentes en los cuales se invierten los recursos de los fondos de inversión, lo que pueden ser traspasados a los tenedores de cuotas eliminando la distorsión tributaria que desfavorecía la inversión a través de fondos de este tipo.

Por último, el estudio de las distintas experiencias de la industria de capital de riesgo sugieren que los tipos de relaciones y contratos entre las partes (aportante de fondos, administradora y gestor o emprendedor) deben ser flexibles, lo que también es válido para la organización societaria de la empresa, donde prevalezcan los acuerdos entre las partes. A este respecto, el Proyecto de Ley establece la creación de las Sociedades de Responsabilidad Limitada por Acciones (SPA), donde los estatutos de la sociedad reflejen los intereses de quienes la conforman, incluyendo la participación del capital, la estructura administrativa y el rol de las juntas de accionistas.

(ii) Fortalecimiento de los mecanismos de APV

La reforma I al mercado de capitales dio un paso importante al posibilitar la competencia entre distintos agentes del mercado (AFPs, bancos, compañías de seguro, etc.) por el APV y al ampliar la exención tributaria desde UF 48 a UF 50 mensuales. Sin embargo, estas cuentas de APV son individuales, por lo que no se aprovechan las ventajas de cuentas asociativas del tipo 401 k de los EE.UU. en términos de aportes del empleador, búsqueda de mejores alternativas de inversión y negociación de menores comisiones de administración.

En esta última dirección, la reforma II del mercado de capitales incluye mecanismos que posibiliten los planes de ahorro asociativos o APV colectivos, en los cuales el empleador pueda realizar aportes complementarios del ahorro voluntario de sus trabajadores, los que gozarán de un beneficio tributario al ser reconocidos como gastos necesarios para producir renta y ser imputables a las indemnizaciones por años de servicio.⁶

⁶ Al momento de terminar este documento no se había enviado este componente al Congreso.

(iii) Fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación

El reciente escándalo CORFO/Inverlink llevó a las autoridades a proponer una serie de reformas destinadas a que este tipo de ilícitos no se vuelvan a repetir. En este contexto se proponen una serie de iniciativas destinadas a incentivar que todos los instrumentos de alto valor sean transados de manera electrónica o inmaterial en el mercado de capitales, elevar los estándares de operación de los intermediarios financieros y perfeccionar los mecanismos de control interno de las bolsas.

En la misma dirección, se propone extender las facultades de los superintendentes para poder calificar el otorgamiento de licencias (bancos, AFP y compañías de seguros) y los cambios de paquetes mayoritarios de acciones, las que deben estar condicionadas a amplios criterios de idoneidad y solvencia.

Finalmente, el paquete de reformas establece mecanismos que faculden a los superintendentes en momentos de crisis, como por ejemplo que frente a una sanción de la SVS no prevalezca el efecto suspensivo de una apelación y que la empresa siga funcionando, que las superintendencias puedan compartir información de modo de contar con información adecuada respecto de la solvencia de las empresas y principales accionistas (supervisión coordinada), y profundizar el trabajo de tres instancias de coordinación como el Comité de Superintendentes, el Comité de Mercado de Capitales y el Comité de Estabilidad Financiera.

3. Reformas pendientes

Si bien las reformas al mercado de capitales I y II, inspiradas en los principios analizados en la sección 2, avanzan en la dirección correcta para el objetivo de tener un mercado de capitales más desarrollado, competitivo y profundo creemos que ellas deben ser complementadas y profundizadas por nuevos cambios al futuro.

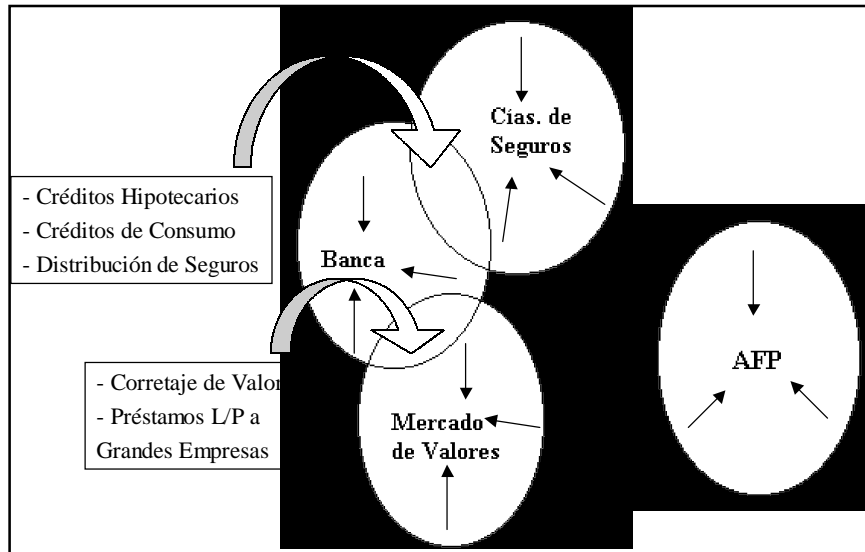
Previo a la descripción de las propuestas que complementan las reformas impulsadas por la autoridad, se analiza el marco conceptual que creemos determinará el accionar del mercado de capitales de los próximos años. Las propuestas de reformas pendientes aquí descritas se basan fundamentalmente en generar mayor competencia en la administración del ahorro obligatorio para la vejez, en el mercado de los medios de pago y en la profundización del impuesto base consumo a través de la deducción de los montos ahorrados de la base imponible del impuesto a la renta.

3.1 Marco conceptual

Una primera mirada al mercado del futuro viene de observar la estructura organizacional del mercado. La figura 1 siguiente muestra esa estructura del mercado de capitales chileno. Las áreas amarillas denotan las actividades que son exclusivas de los actores de cada segmento del mercado en particular. Las áreas verdes, por su parte, muestran las actividades en que los distintos actores compiten en la provisión de los servicios. Así, las compañías de seguro compiten con la banca en la provisión de créditos hipotecarios, créditos de consumo, distribución de seguros y administración de APV.

Se observa también que actualmente la banca compite con el mercado de valores en el corretaje de valores y en préstamos de largo plazo a grandes empresas (préstamos tradicionales versus colocación de bonos). El elemento que más destaca de este esquema de funcionamiento es que las AFP no enfrentan rivalidad competitiva en la administración de los ahorros obligatorios para la jubilación, solo recientemente en el APV, por lo que en la práctica la Reforma de Capitales I permitió cierta intersección.

Figura 3.1
El Mercado de Capitales Hoy



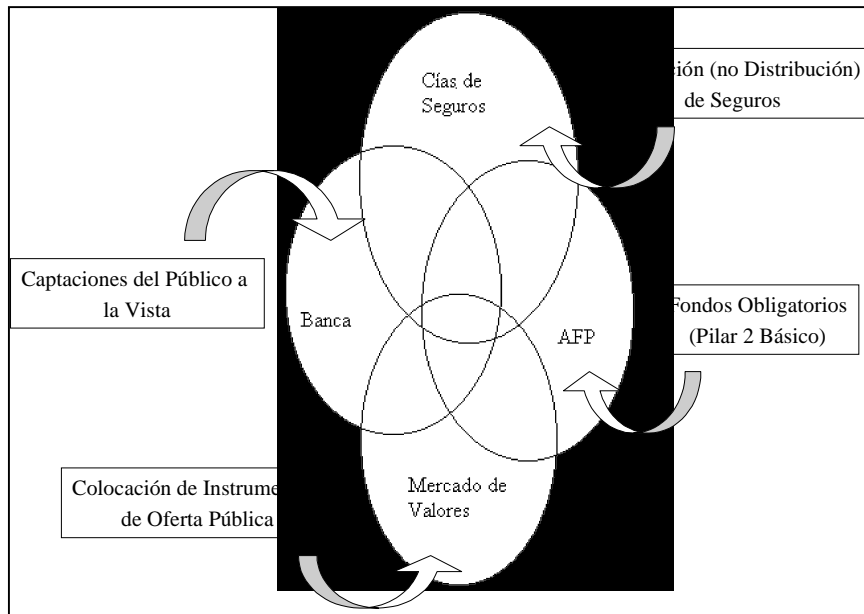
Fuente: Elaboración propia.

La figura 3.2 presenta el esquema al que debe tender nuestro mercado de capitales en el futuro. En este esquema se propende a una estructura que consagra una mayor competencia en los distintos segmentos del mercado de capitales, definiendo lo que es específico a cada tipo de actor y permitiendo la competencia en todo lo demás

En el contexto descrito, las compañías de seguro deben tener como actividad exclusiva sólo la producción de seguros, la banca las captaciones del público a la vista y el mercado de valores la colocación de instrumentos de oferta pública.

Esta propuesta de funcionamiento del mercado de capitales, implica posibilitar competencia a las AFP en la administración de una parte de los ahorros obligatorios para la vejez, la que se llamará Pilar Dos Libre. Esta propuesta ha sido elaborada en detalle por Arrau y Valdés (2002).

Figura 3.2
Nuevo sistema de mercado de capitales



Fuente: Elaboración propia.

3.2 Propuestas

Si bien reconocemos los avances que en esta materia han significado las propuestas y cambios destinados a incentivar el APV voluntario o colectivo, creemos que los incentivos tributarios establecidos para el empleador en la reciente propuesta para desarrollar el APV colectivo con aportes del empleador son insuficientes y no desarrollarán de modo importante este tipo de ahorro. En efecto, en EE.UU. los planes 401 k han tenido un desarrollo importante debido a que todos los trabajadores pagan impuesto a la renta y a que es la única posibilidad que tienen los empleadores para reducir el costo de su masa laboral. En Chile, en cambio, las personas de menores ingresos no pagan impuesto a la renta y las empresas tienen otras alternativas para reducir la planilla de salarios como los depósitos convenidos para sus altos ejecutivos. Así, para desarrollar este tipo de ahorro es necesario introducir incentivos adicionales tanto para los trabajadores como para los empleadores, los que se detallan en extenso en Arrau (2002 a).

Resumidamente estos incentivos adicionales consisten permitir que las personas puedan hacer retiros calificados sin pagar impuesto a la renta o difiriendo en el tiempo el reconocimiento del consumo (enfermedades catastróficas, primera vivienda, educación, etc.), que puedan tomar un préstamo acotado de corto plazo contra sus ahorros, que al momento de jubilación se puedan hacer retiros de la cuenta a una menor tasa marginal de impuesto a la

renta y que las empresas puedan descontar un porcentaje del depósito complementario contra el impuesto de primera categoría.

En segundo término, tal como se argumentó en la sección de fundamentos de las reformas al mercado de capitales I y II, el impuesto base consumo es más eficiente que el impuesto base renta ya que incentiva el ahorro de las personas y que éste se puede replicar deduciendo (adicionando) de la base imponible del impuesto base renta los montos ahorrados (desahorrados). En este sentido, lo óptimo es que se avanzara a un sistema tributario en que toda forma de ahorro fuera deducible de la base imponible, recursos que debieran ser declarados en el momento en que se gastan o consumen.

Reconociendo que un sistema de este tipo puede implicar fuentes de evasión y elusión de impuestos, creemos que nuestro sistema de fiscalización y administración de impuestos permite que cuentas distintas de APV puedan tener algunos incentivos tributarios. En este ámbito en EE.UU. existen las cuentas MSA (“Archer Medical Saving Account”) que permiten ahorrar recursos por motivos de salud, los que son deducibles de la base imponible del impuesto al ingreso federal. En este tipo de cuentas se pueden realizar gastos médicos calificados sin desencadenar el pago de impuestos y se pueden hacer retiros después de los 65 años sin penalidad.

En la misma línea anterior, en EE.UU. existen varias cuentas de ahorro para financiar la educación de los hijos las que si bien no establecen la deducción de la base imponible de los montos depositados, no están sujetos al pago de impuestos los retiros calificados y las ganancias de capital.

Asimismo, nuestro sistema tributario aún tiene resabios de los períodos en que producto de la alta evasión del impuesto a la renta y del IVA se introducían impuestos que no tienen justificación económica y que son altamente distorsionadores, con un objetivo únicamente recaudatorio. En esta categoría se encuentran el impuesto a las transacciones financieras (e.g., el impuesto de timbres y estampillas y el impuesto al cheque, etc.) que afectan seriamente la microeconomía del mercado de capitales.

Dado el nivel de sofisticación que ha alcanzado el Servicio de Impuestos Internos en la administración del Impuesto a la Renta y del IVA, que ha significado bajos niveles de evasión, creemos que este tipo de impuestos no se justifica y por tanto es una tarea pendiente del país ponerlos en la agenda de desgravación definitiva.

Un caso emblemático de este tipo de tributos es el impuesto al cheque, el que ha extendido su aplicación a las transacciones electrónicas de dinero como lo son los giros a través de cajeros automáticos, los traspasos de fondos a través de Internet y el pago con

tarjetas de débito. Si nuestro país quiere perfeccionar y profundizar el desarrollo de los medios de pago electrónicos es necesario excluirlas del impuesto al cheque o en su defecto, como se propone en incrementar el impuesto al cheque físico de modo de compensar la menor recaudación por su aplicación a los medios electrónicos.

Otro tema que requiere revisión es el impuesto a las ganancias de capital de los activos, cuando los flujos que dan valor a ese activo están gravados. En este caso, gravar la ganancia de capital representa un doble impuesto.

Finalmente, se han detectado problemas en las estructuras tarifarias y de acceso a las denominadas empresas del apoyo al giro, Redbank, Transbank y CCA en el caso de la banca, bolsas de comercio y Depósito Central de Valores (DCV) en el mercado de valores.

Los problemas tarifarios dicen relación con que las tarifas no se ajustan al costo de proveer los servicios y muchas veces son discriminatorias. Respecto del acceso, los nuevos entrantes al mercado se enfrentan con problemas para acceder a los servicios (no a la propiedad) que ofrecen estas empresas de apoyo al giro.

En este contexto, se recomienda enumerar los principios básicos de competencia que deben cumplir e introducir estos principios en la Ley o norma de autorización; facultar al regulador por Ley para recolectar la información que permita verificar si se cumplen los principios; y poner esta información a disposición del público para que operen las leyes de competencia, por medio de la iniciativa del afectado o bien de oficio por el Fiscal Nacional Económico. Esto es válido para las empresas de apoyo al giro bancario, las del mercado de valores, las reguladas por el DL 3.500 y en general todas las empresas donde se permita la asociación de dos o más potenciales competidores con el propósito de aprovechar las economías de escala.⁷

⁷ Véase propuestas específicas en Arrau (2002 a).

Bibliografía

Arrau, P. (1996):, “Competitividad de la banca chilena y su proceso de internacionalización”, en Paúl, L.H. y F. Suárez (eds), “Competitividad, el gran desafío de las empresas chilenas”, Centro de Estudios Públicos.

Arrau, P.(1997): “Desarrollo de mercado de capitales: lecciones de la experiencia chilena”, Perspectivas en política, economía y gestión, Vol1 No. 1.

Arrau, P. (2001), “El mercado de capitales chileno: un necesario big bang para el crecimiento”, en H. Beyer y R. Vergara (eds), “¿ Qué Hacer Ahora ? Propuestas para el desarrollo”, Centro de Estudios Públicos.

Arrau, P. (2002 a): “Agenda Pro Crecimiento, Propuestas de Reformas al mercado de capitales II”, www.elkybalion.cl/pdf/SOFOFA-rmk2-final.pdf.

Arrau, P. (2002 b), “Impuesto a las Ganancias de Capital en Chile: Propuestas de Reforma”, en “Una Mirada Conceptual a la Reforma de Mercado de Capitales I”, Serie de Documentos de Discusión, N° 2, Superintendencia de Valores y Seguros, diciembre.

Arrau, Patricio (2003), “El Mercado de las Tarjetas de Crédito en Chile”, trabajo en progreso.

Arrau, P. y S. Valdés (2002), “Para desconcentrar los fondos de pensiones y aumentar la competencia en su administración”, CEP.

Gallagher, D. (1998), “El Mercado de Capitales Chileno Visto por un Gringo”, en “Ajustes, Desajustes y Reajustes”, IV Encuentro Financiero 1998, Círculo de Finanzas de ICARE.

Ministerio de Hacienda (2003), “Hacienda Lanza Segunda Reforma del Mercado de Capitales”, 23 de junio, <http://www.minhda.cl/castellano/contenido/prensa/comunicados/2003/comunicado%20mk2final.pdf>.

Programa de financiamiento a fondos de inversión para el fomento al capital de riesgo, CORFO, Septiembre de 2002.

Superintendencia de Valores y Seguros, www.svs.cl.