

# **Agenda Pro Crecimiento**

## **Propuestas de reformas al mercado de capitales II<sup>a</sup>**

31 de enero de 2002  
(Revisado el 12 de abril de 2002)<sup>b</sup>

---

<sup>a</sup> Este documento ha sido encargado por SOFOFA al economista Patricio Arrau, en el marco de las propuestas para la agenda pro crecimiento que impulsa dicha institución. Agradezco especialmente a Juan Claro y Andrés Concha por permitirme realizar estas propuestas sin restricción alguna. Las propuestas, así como los errores, son de exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>b</sup> Este documento es esencialmente el mismo entregado a las autoridades el 31 de enero de 2002, en el contexto de la agenda pro crecimiento de SOFOFA. Esta versión sólo tiene revisiones menores de edición.

## Tabla de contenido

### Presentación

### Introducción

1. Propuestas que se derivan de profundizar el impuesto base consumo a través del mercado financiero y de capitales
2. Propuestas para estimular la industria de capital de riesgo
3. Propuestas para mejorar la competencia
  - 3.1 Ahorro obligatorio para la vejez
  - 3.2 Ahorro voluntario para la vejez
  - 3.3 Empresas de apoyo al giro
4. Otras propuestas específicas sectoriales
  - 4.1 Banca
  - 4.2 AFP
  - 4.3 Compañías de seguros
  - 4.4 Bolsas de comercio, fondos mutuos y de inversión regulados

### Anexos

- A Impuesto al consumo vs. impuesto a la renta
- B Industria de capital de riesgo
- C Para desconcentrar los fondos de pensiones y aumentar la competencia en su administración
- D El ahorro voluntario para la vejez en los EE.UU.
- E Análisis de algunas empresas de apoyo al giro

## Presentación

En la Cena Anual de SOFOFA en octubre recién pasado, el Presidente de la entidad, Sr. Juan Claro, realizó un llamado al gobierno para impulsar una gran Agenda Pro Crecimiento, mediante una verdadera revolución microeconómica en cada uno de los sectores económicos del país. En el caso del sector financiero y de mercado de capitales, las autoridades del Ministerio de Hacienda se encontraban promoviendo las llamadas reformas al mercado de capitales II, que consisten en una profundización y refinamiento de las reformas impulsadas por el gobierno en el año 2001 y promulgadas en noviembre recién pasado.

A diferencia de otras comisiones conjuntas de participantes en representación de SOFOFA y de gobierno, en este caso la comisión no se propuso redactar un documento. Se acordó con los asesores del Ministerio de Hacienda una metodología independiente, por lo que este documento no representa un acuerdo con las autoridades. La metodología de este trabajo ha consistido en un amplio conjunto de entrevistas y propuestas recibidas de diversos actores del mercado de capitales y del sistema financiero, las que han sido discutidas en reuniones semanales con los asesores del Ministerio de Hacienda (Jaime Crispi, Heinz Rudolph y Rodrigo Valdés) durante los meses de diciembre y enero. Este documento incluye las propuestas que, a juicio del autor y de quienes han colaborado con este documento, deben realizarse para producir la gran revolución microeconómica que requiere el sistema financiero y de capitales nacional. Evidentemente no ha sido posible, por razones de tiempo, incluir una revisión comprehensiva. Necesariamente las propuestas incluidas están limitadas por el número de contribuciones que ha sido posible recibir y procesar. Se han excluido aquellas reformas que el Ejecutivo o el Banco Central han estado trabajando en forma independiente en contacto directo con actores privados, por lo que este documento debe ser entendido como un insumo más del sector privado para la agenda que finalmente decida impulsar el gobierno.

El listado completo de los entrevistados y/o colaboradores, incluidas las autoridades entrevistadas, es el siguiente:

Alejandro Alarcón, Alfredo Alcaíno, Rodrigo Amézaga, Guillermo Arthur, Felipe Brahm, Fernando Cañas, Alvaro Clarke, Jorge Claro, Juan Claro, Jorge Claude, Andrés Concha, Claudio Cortelesse, Joaquín Cortez, José Cox, Jorge Desormeaux, Ramón Eluchans, Cristián Eyzaguirre, Alejandro Fernández C., Alejandro Ferreiro, Bernardo Fontaine, Alvaro Gallego, Francisco Garcés, Víctor García, José Manuel Garrido, Oscar González, Pablo Granifo, Luis Oscar Herrera, Gerardo Jofré, Arturo Kutscher, Christian Larrain, Miguel Luis Leonvendagar, Dieter Linneberg, Juan José MacAuliffe, Francisco Margozini, Enrique Marshall, Jorge Marshall, José Mena, Francisco Murillo, Claudio O'Brien, Lionel Olavarria, Gustavo Olave, María Elena Ovalle, Patricio Parodi M., Antonio Recabarren, Cristián Rodríguez, Klaus Schmidt-Hebel, Francisco Silva, José Manuel Silva, Juan Carlos Spencer, Robert Stillman, Fabio Valdés, Salvador Valdés, Arturo Vicente y Jorge Vigil.

## Introducción

Las reformas al mercado de capitales anunciadas en abril y mayo de 2001 y promulgadas en noviembre de dicho año son un paso gigante para reimpulsar nuestro mercado financiero y de capitales y permitir un mejor flujo de los recursos de ahorro a los proyectos de inversión, que crean empleo y estimulan el crecimiento del país. Nuestro mercado de capitales ha recorrido una formidable curva de aprendizaje desde fines de los setenta y principios de los ochenta hasta nuestros días. Desde la crisis de 1982, el énfasis en la regulación preventiva ha dominado la preocupación de las autoridades, especialmente por la necesidad de prevenir que una crisis externa pueda inducir una crisis sistémica de mayores proporciones, ampliada por un sector financiero frágil.

La prueba de fuego que pasó nuestro sistema con la crisis asiática demuestra que ese objetivo está incorporado en los actores nacionales, públicos y privados, y que nuestro sistema contiene las fortalezas necesarias para que ello no ocurra. El necesario énfasis macroeconómico debe dar paso a un mayor refinamiento microeconómico. El desafío actual es cómo dar paso a un refinamiento microeconómico, manteniendo también la condición necesaria macroeconómica de estabilidad y solidez del sistema financiero y de mercado de capitales. Parte de nuestra seguridad la hemos comprado al precio de excluir al pequeño agente económico. En definitiva, es el pequeño empresario, el pequeño consumidor y ahorrante y el pequeño inversionista el que tiene un menor acceso al mercado financiero y de capitales para desarrollar sus proyectos y obtener una buena rentabilidad sobre sus ahorros, cuando el exceso de previsión se torna ineficiente. Ello había ocurrido en Chile con anterioridad a 2001. Las reformas de capitales del año 2001 (incluido el proyecto de multifondos) representan un quiebre en esta tendencia, pero requieren un segundo esfuerzo de refinamiento microeconómico para cumplir su propósito: La llamada reforma al mercado de capitales II.

### *Principios básicos de las propuestas*

Un principio que inspiró la primera reforma de capitales, en lo que se refiere a los temas tributarios (ahorro voluntario para la vejez deducible de la base tributaria, eliminación de impuesto a las ganancias de capital de acciones con presencia, etc.), fue profundizar el impuesto de base consumo por encima del impuesto de base renta. Al deducir de la base imponible los montos de ahorro y sumar los retiros, se replica el impuesto al consumo desde el impuesto a la renta. No es correcto decir que se “difiere el impuesto a la renta”. La verdad es que se cambia de base y se deja de gravar la renta a favor del más eficiente impuesto al consumo. El anexo A desarrolla esta equivalencia y analiza como evitar algunos problemas que surgen. El primer principio que inspira estas propuestas es profundizar este impuesto de base consumo, eliminando diversas distorsiones de nuestro sistema tributario.

Un segundo principio es promover la competencia sana, lo que redundará a favor de los usuarios finales. En este principio se inscriben muchas de las propuestas de este documento. Si el ROE de una empresa (retorno sobre el capital) es excesivo, como es claramente el caso de las AFP, entonces algo ocurre con el sistema de incentivos que la competencia no opera bien. Las explicaciones pueden estar en excesos de regulación, características especiales de algunos mercados, barreras a la entrada u otros. Derribar barreras y cortafuegos innecesarios de los distintos tipos de instituciones, de modo que instituciones de distinto tipo puedan desafiar segmentos de otros actores protegidos por la regulación, es un camino viable hoy. Ello ocurrió con el ahorro voluntario para la vejez en las reformas del año 2001. Debe profundizarse ese camino abriendo la entrada a parte del ahorro obligatorio para la vejez, la administración de medios de pagos y préstamos por instituciones no bancarias, etc. Permitir aprovechar las economías de escala y ámbito a los actuales actores del mercado es otro camino necesario. Asimismo, una regulación adecuada a las características y modos de gestión específicos de las nuevas pequeñas instituciones especializadas de nicho, es esencial para expandir los beneficios de la intermediación financiera a nuevos segmentos que no tienen acceso. Estas empresas financieras no se administran del mismo modo que las grandes. La libre entrada a redes y sistemas

de pago y estimular una rivalidad competitiva sana entre los actuales actores del mercado es otro componente de este principio.

Un tercer principio viene de una mirada al modo de definir el marco legal para el mercado. Nuestro tradicional sistema de Leyes extremadamente detallistas (verdaderos reglamentos) no permite la necesaria flexibilidad que debe tener el mercado financiero y de capitales. Es necesario avanzar fuertemente en la desreglamentación de las Leyes, especialmente en el DL 3.500, monumento al uso excesivo de reglas detallistas en las Leyes, dando paso a un mayor uso de la normativa como detalle regulatorio. El Congreso no debe desviar tanto tiempo en detalles propios del Ejecutivo. Ello es ineficiente desde el punto de vista de la asignación de tiempo y esfuerzo de las diversas instituciones del Estado.

Un cuarto principio es que se requiere avanzar desde un enfoque regulatorio preventivo ex ante, basado en exceso de reglas, hacia uno de fiscalización ex post, basado en la responsabilidad de los actores y altas multas. Ello requiere que el sector público y el privado se concedan confianzas mutuas.

#### *La necesaria concurrencia de tres voluntades*

Para que esta revolución microeconómica, nuestro verdadero big-bang financiero, se consolide, se requiere la concurrencia de tres voluntades.

En primer lugar, la voluntad del sector privado, y en especial de algunos de los sectores específicos, a aceptar mayores grados de rivalidad competitiva con el propósito de mejorar los grados de competencia en beneficio del usuario final.

En segundo lugar, y quizá la más importante, la voluntad del Ejecutivo de abandonar instrumentos y métodos de fiscalización que inducen serias distorsiones a nivel microeconómico en el sistema financiero. En especial, se requiere la voluntad del Ejecutivo para remover impuestos que causan distorsiones, lo que representa un gran desafío al gobierno. Nuestra férrea decisión de mantener los equilibrios fiscales ha detenido muchos esfuerzos anteriores en esta línea. Aunque sea impopular, es necesario dar un paso

importante hoy de ajuste de nuestro sistema tributario. Reconocido en el mundo como eficiente por su control y recaudación, menos conocido es nuestro sistema tributario por las muchas distorsiones microeconómicas que genera. Este documento no se hace cargo de la necesidad macroeconómica de compensar los ingresos tributarios perdidos al eliminar las distorsiones, aunque, en muchos casos las distorsiones no generan ingresos tributarios pues la actividad no se realiza (por ejemplo, capital de riesgo).

Asimismo, otro componente de la voluntad del Ejecutivo es la voluntad de las superintendencias de evolucionar desde un modo de fiscalización ex ante, basado en exceso de reglas preventivas, a un modo de fiscalización ex post, basado en exigir responsabilidad y altas multas a los infractores.

Por último, la tercera y gran voluntad que debe concurrir a esta revolución microeconómica es la voluntad del Legislativo. Se requiere tomar conciencia que la tradicional impopularidad de que sufren muchas instituciones del sector financiero origina que los proyectos de Leyes financieras en ocasiones se entrapen en el Congreso y en otras se distorsionen los mejores diseños técnicos. El detalle técnico que muchas veces se discute escapa al dominio propio de los legisladores, especialmente por la obsesión chilena de llevar Leyes demasiado reglamentarias al Congreso. Ello ocasiona que el debate se instale en un dominio no técnico, que resulta al final en un diseño legal muchas veces contradictorio con el bien final que se persigue. Esto en parte es responsabilidad del Ejecutivo, que se autoimpone normas legales para aplicar su preferida fiscalización preventiva, por reglas ex ante, en perjuicio de un mejor sistema de fiscalización ex post.

La concurrencia de estas tres voluntades es esencial para concluir el gran Big-bang financiero iniciado con la reforma al mercado de capitales de 2001 y que modificará el paisaje del proceso de ahorro-inversión, y por ende de crecimiento y empleo, con especial énfasis en el financiamiento de los nuevos proyectos y pequeñas y medianas empresas.

Finalmente una explicación. Muchas de las propuestas se inspiran en reformas y sistemas llevados a cabo en los EE.UU. a través de los años, que se describen en los distintos anexos. Además de la admiración personal del autor por el mercado de capitales de ese país, es evidente que el mercado financiero más profundo, innovador y competitivo del planeta debe ser un referente ineludible para las reformas chilenas. Su énfasis en financiar a los emprendedores de las más diversas formas, explica en buena parte el milagro de crecimiento de los noventa de dicho país. A principio de los noventa se daba a Japón como el gran modelo a imitar en sus instituciones por encima de los EE.UU. Precisamente el sistema financiero traicionó a Japón. La posición relativa de ambas potencias en el día de hoy no admite dudas.

# 1 Propuestas que se derivan de profundizar el impuesto base consumo a través del mercado financiero y de capitales

Los fundamentos de las propuestas de esta sección provienen del análisis realizado en el anexo A, donde se explica como replicar el impuesto al consumo desde el impuesto a la renta, utilizando el sistema financiero y de mercado de capitales y donde se concluyen las implicancias y los problemas que surgen. Es decir, estas son las propuestas inspiradas en el primer principio mencionado en la introducción.<sup>1</sup>

*Propuesta 1.1:* Eliminar el IVA a las comisiones del sistema financiero y de mercado de capitales.

Nuestro sistema de IVA no grava algunos consumos finales (transporte de pasajeros) y grava con IVA las comisiones de corredores de bolsa, fondos mutuos y de inversión y otros servicios financieros. Como se explica en el anexo A, ello no es consistente con el impuesto de base consumo pues termina gravándose un componente de la rentabilidad de los ahorrantes. El problema también produce inequidades competitivas entre los distintos actores. El “spread” bancario y la prima de las compañías de seguro no pagan IVA, tampoco paga la comisión de las AFP, pero si paga la comisión de los fondos mutuos y de los fondos de inversión. Es a través de estos últimos que queremos promover la industria de capital de riesgo.

*Propuesta 1.2:* Permitir que otras cuentas de ahorro sean deducibles de impuestos, como por ejemplo, el ahorro de largo plazo para la educación superior de los hijos. Eventualmente, facultar al SII para que pueda evaluar e implementar, mediante normativa, estos nuevos diseños.

---

<sup>1</sup> Algunas de las propuestas de esta sección se reproducen y se fundamentan en 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*, CEP, abril 2001.

La reforma de capitales I avanza en el impuesto al consumo sólo para el ahorro para la vejez. Se podría pensar en avanzar en el impuesto al consumo (ahorro deducible) para cualquier forma de ahorro. Sin embargo, el SII tendría serios problemas de fiscalización en una definición muy amplia. Una segunda, y muy evidente motivación para el ahorro de largo plazo es la educación superior de los hijos. Se podría permitir que cuentas calificadas, abiertas con suficiente anticipación a la edad de matrícula (por ejemplo a los 8 años de los hijos), puedan deducirse de impuestos si tienen un plan de ahorro sistemático. Un seguro dotal a favor del hijo, contratado desde los 8 años y que vence a los 18 años también calificaría. Alternativamente, esta propuesta puede reproducirse a partir de las propuestas de la sección 3, que permite giros de las cuentas del AVV. En la última parte de esa propuesta, se propone facultar al SII para definir por normas estos nuevos planes deducibles, eliminando la restricción legal y entregando una facultad en el espíritu del tercer principio de la introducción.

*Propuesta 1.3:* Impuesto único máximo de impuesto a las ganancias de capital a todos los instrumentos de acciones cerradas y abiertas sin presencia igual al impuesto de primera categoría (con tope de la tasa marginal del contribuyente).

Se menciona en el anexo A que la ganancia de capital no es renta cuando el flujo subyacente que le da valor a ese activo está gravado con impuestos. Ello representa un doble impuesto y es el caso de las ganancias de capital de todas las acciones y participación de empresas ya gravadas. Sin embargo, el SII teme, con justa razón, que una eliminación generalizada de este impuesto podría generar problemas de control de la evasión del impuesto a la renta. Por ello se propone que las ganancias de capital de empresas cerradas o de baja presencia, tengan un impuesto único a las ganancias de capital igual al mínimo entre el impuesto marginal del contribuyente específico y el impuesto de primera categoría (16% hoy). Para evitar el doble impuesto, debe reconocerse a nivel personal como crédito, contra los futuros dividendos, el pago de este impuesto a las ganancias de capital.

En EE.UU. se redujo al 20% este impuesto en 1998, es decir la mitad de la marginal máxima (también se paga con tope de la tasa marginal del contribuyente).

*Propuesta 1.4:* Eliminar la no habitualidad de las transacciones de bienes raíces y gravar con el mismo impuesto anterior.

Hoy la renta creada por el mayor valor de un bien raíz, incluso si tiene un bosque que crece, no está gravada al nivel personal pues se considera una transacción no habitual. Ello implica de hecho no gravar un ingreso o renta. Por otro lado, la ganancia de capital habitual puede llegar a un 43%. Esta disparidad de tasas por activos sujetos de ahorro que compiten con el doblemente gravado activo representativo de las empresas (acciones), sugiere que es conveniente homogenizar con un impuesto único todas las rentas. En este caso, es necesario permitir acreditar contra este impuesto el pago de contribuciones por los bienes raíces.

Esta propuesta puede atraer una importante recaudación fiscal, pues en los EE.UU. dos tercios de la recaudación de las ganancias de capital viene de los bienes raíces. Así se gravaría la renta efectiva realizada en el futuro por mayor valor de bienes raíces, que hoy está exenta.

*Propuesta 1.5:* Permitir retiros de AVV sin gravar en caso de inversiones personales como pie para la primera vivienda, gastos catastróficos de salud, educación y capacitación.

Ello reconocería, a nivel de las personas, que algunos retiros no son consumo sino inversión (gastos en salud y educación) y otros no son consumo instantáneo sino que el consumo se difiere en el tiempo (pie para una casa). A las empresas se les permite descontar las inversiones (depreciación) no así a las personas. En el caso del pie para la primera vivienda, se puede permitir imputar en forma diferida mediante el sistema de renta presunta (ver anexo A). Si bien en los EE.UU. estos retiros calificados han enfrentado problemas de fiscalización y el IRS los ha limitado, se recomienda buscar formas de control aprovechando el

avance de nuestro SII en temas de información y tecnología. En la sección 3 de este documento se asocia esta propuesta a los nuevos planes tipo 401 (k) de EE.UU.

*Propuesta 1.6:* Permitir a las personas arrastrar pérdidas de capital a años posteriores, para compensar ganancias de capital, hasta por 5 años.

Las empresas y las personas que tienen sus ahorros mediante sociedades pueden arrastrar pérdidas con el sistema FUT de un año a otro y sólo pagan impuestos por las ganancias netas de pérdidas de instrumentos de distinto tipo. Las personas pagan impuestos por las ganancias sin poder arrastrar o netear las ganancias con pérdidas de otro tipo. El sistema propuesto es común en los países desarrollados para eliminar este problema (véase anexo A).

*Propuesta 1.7:* Eliminación de impuestos sin sentido económico. Eliminación gradual del impuesto de timbres y estampillas y actos jurídicos, eliminación gradual del impuesto al cheque físico y eliminación instantánea del impuesto cheque a los giros de cajeros, tarjetas de débito y todo tipo de transacciones y transferencias electrónicas.

La resistencia a esta propuesta viene de la importante recaudación que obtiene el Fisco con estos impuestos. El año 2000 se recaudaron casi \$ 180.000 millones por timbre y estampillas y actos jurídicos y unos \$ 41.000 millones por el impuesto cheques y transacciones y transferencias electrónicas. En esta propuesta se pone verdaderamente a prueba la voluntad del Ejecutivo que se hacía referencia en la introducción, puesto que este impuesto es muy distorsionador. Una eliminación, aunque sea gradual, o incluso compensada con incremento del IVA, es muy beneficiosa.

En el caso del impuesto al cheque, la mayor parte de la recaudación viene por el cheque físico, por lo cual se propone en la sección 3 una versión compensada de esta propuesta, para eliminar la distorsión referida y estimular el desarrollo de las transacciones y transferencias de cajeros, tarjeta de débito y transferencias electrónicas.

## 2. Propuestas para estimular la industria de capital de riesgo

Las propuestas para estimular el desarrollo de la industria de capital de riesgo están inspiradas en el diagnóstico que se realiza en el anexo B del presente documento. En éste se analiza la experiencia de EE.UU., inventores de este modo de financiamiento, enfatizando los incentivos que se han implementado en los últimos años. Además, se realiza un seguimiento a la normativa chilena para el período 1989-2000 de modo de entender por qué esta forma de financiamiento empresarial no se ha desarrollado en nuestro país. Se argumenta en el anexo B que el capital de riesgo requiere de la estructura de fondos privados de la Ley 18.815 y no de los fondos regulados, aunque varias propuestas generales son válidas para ambo tipos de fondos. Las propuestas específicas para los fondos regulados se incluyen en la sección 4.

### a) Tributarias

*Propuesta 2.1:* Ampliar exención al impuesto a las ganancias de capital de las acciones transadas en la bolsa emergente para no gravar el crecimiento de valor desde que la empresa se crea hasta que se coloca en bolsa. Es decir, que se deje exento todo el valor creado previo a la apertura en bolsa y eliminar la transitoriedad del beneficio que hoy rige hasta el año 2006.

La experiencia de EE.UU. da cuenta de que la mayor creación de valor se genera previo a la apertura en bolsa de las empresas (véase anexo B). De acuerdo a la legislación tributaria chilena, esta mayor creación de valor tributaría a tasas de impuestos personales excesivamente altas (con la mayor tasa marginal de 43%), lo que desincentivaría a los futuros emprendedores. El emprendedor debe pagar impuestos sólo por los dividendos y remuneraciones que reciba de la empresa en su calidad de ejecutivo. Adicionalmente, se requiere eliminar la transitoriedad del beneficio que hoy rige para las acciones que se abren en bolsa emergente, y que se derogará en 2006. En definitiva esta propuesta sugiere dejar exento de impuesto a las ganancias de capital todo el valor creado desde que la empresa se

crea hasta tres años después que se abre a la bolsa emergente y eliminar la fecha del 2006 para este beneficio.

*Propuesta 2.2:* Permitir a los fondos de inversión distribuir acciones sin desencadenar el impuesto a las ganancias de capital sino sólo cuando el activo subyacente es vendido y está afecto a este impuesto.

Según la normativa chilena, en caso de distribución de acciones, los inversionistas deberían pagar un 43% por la diferencia del valor de inversión y el valor que el SII interprete que tenía el activo cuando se liquide el fondo o cuando se distribuya la acción. Esto se debe a que al distribuirse la acción el SII considera una enajenación y no permite diferir la ganancia hasta la realización

En EE.UU. el IRS exige que aportantes y administradores no sean partes relacionadas para entregar este beneficio. Lo mismo puede exigir el SII.

*Propuesta 2.3:* Permitir distribuir rentas exentas sin perder el beneficio en los fondos de inversión.

La estructura de fondos/administradoras de la Ley 18.815 debe ser un vehículo neutral desde el punto de vista de no interrumpir los beneficios tributarios. Ellos deben llegar al inversionista final. Si el fondo obtiene renta exenta, por ejemplo por venta en la bolsa emergente, permitir distribuir esa renta exenta a los inversionistas.

Para evitar que se evada impuestos con la estructura de la Ley 18.815, el SII puede exigir separación (partes no relacionadas) entre los aportantes y los administradores de los fondos, al igual que en el caso anterior.

*Propuesta 2.4:* Dejar exento del impuesto a las ganancias de capital a los inversionistas que tengan acciones de empresas PYMEs obtenidas de primera emisión y que se mantienen por al menos 5 años, ya sea que mantengan su inversión en forma directa o a través de fondos de inversión.

Esta propuesta es muy importante. El fundamento de esta propuesta es que asociar un estímulo tributario sólo a los instrumentos que llegan a la bolsa tiene el problema que la mayoría de las empresas creadas no llegan a la bolsa y se venden antes (mediante “drag along” u otro mecanismo). Así, es necesario crear un estímulo similar al de EE.UU. de la sección 1201 de su código tributario (ver anexo B). Un inversionista que mantiene una emisión primaria por 5 años, en una empresa que no tiene otro vínculo de propiedad con él, ya sea que la inversión se mantenga en forma directa o en cuotas de un fondo de capital de riesgo, es claramente un inversionista de largo plazo en empresas emergentes. Con ese argumento se reduce significativamente el impuesto a las ganancias de capital en los EE.UU. y actualmente hay propuestas en el Congreso para eliminarlo completamente.

*Propuesta 2.5:* Permitir a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros, invertir hasta un 2% de los fondos y reservas técnicas, respectivamente, en capital de riesgo y otros instrumentos que no son de oferta pública.

Esta inversión debe estar sujeta a normas de carácter general respecto de conflictos de interés y no ser regulada por límites de control, concentración y liquidez. Sólo debe exigirse responsabilidad y altas multas por infracciones. Una especie de “prudent man rule” para Chile.

El objetivo de esta propuesta es destinar una pequeña fracción de los recursos administrados por los inversionistas institucionales en inversiones de alto retorno esperado, sin comprometer en forma significativa los fondos de terceros. Asimismo, el bajo monto envuelto permitirá que los inversionistas institucionales no sean los principales aportantes de los fondos de capital de riesgo y de esa forma sesguen el financiamiento hacia empresas que se encuentran en etapas más avanzadas de desarrollo (para mayor detalle véase anexo B). Los inversionistas institucionales deben estar libres para firmar los contratos que ofrecerán los fondos sin que intervenga la autoridad. Si es necesario, puede agregarse que cada fondo de pensiones no pueda tener más del 30% de la emisión total del fondo de capital de riesgo.

*Propuesta 2.6:* Reducir a 10% el impuesto adicional a extranjeros que traen recursos por al menos 5 años para capital de riesgo y que se haga extensivo a los fondos privados de la Ley 18.815.

## b) Fondos CORFO

Al permitir la Ley la existencia de los fondos privados de inversión, CORFO adecuó, con ciertas restricciones, su normativa de aportes de cuasi-capital. Para mejorar el acceso a estos aportes para los fondos de inversión privados se proponen las siguientes modificaciones a la normativa, en la línea de lo que es el actual sistema SBIC de los EE.UU.

*Propuesta 2.7:* Eliminar la restricción que indica que al menos 15% del patrimonio de la administradora esté invertido en cuotas del fondo respectivo o que los aportantes que representen al menos un 25% del fondo, tengan participación accionaria directa o indirecta en la administración en un porcentaje no inferior al 15%.

De acuerdo a la evidencia de EE.UU., el SBIC exige separación (no ser partes relacionadas) para entregar fondos, lo que sería coherente con el requisito de las propuestas para los incentivos tributarios.

Asimismo, las administradoras requieren un involucramiento activo en la administración de los proyectos o empresas, lo que se logra en mejor forma con administradoras independientes de los fondos.

*Propuesta 2.8:* Extender el acceso a recursos a los fondos privados administrados con administradora del título VII de la Ley 18.815.

De acuerdo a la actual normativa, el acceso a los aportes de CORFO está restringido a las administradoras del artículo 3 de dicha Ley.

*Propuesta 2.9:* La modalidad de reglas de carácter general para autorizar fondos debe evolucionar e un sistema de licencias que tenga algún grado de control de parte de CORFO.

El SBIC de EE.UU. entrega licencias y se guarda grados de discrecionalidad, pues no es posible controlar los posible problemas con reglas. De este modo, la idea central es implementar un sistema de licencias para acceder a estos fondos, de modo de caducar la licencia y exigir el pago de los fondos si la estructura fondos/administración se desvirtúa. Este requisito puede asociarse a que el SII acepte los incentivos tributarios del punto a).

*Propuesta 2.10:* Eliminar restricción que los fondos no puedan ser invertidos en el sector de servicios financieros.

El sector de servicios financieros es uno de los más dinámicos e innovadores de la economía, donde recién se están bajando las barreras de entrada y se están constituyendo bancos e instituciones especializadas. Aunque es normal excluir ese sector (en EE.UU. se excluye), se recomienda abrir transitoriamente esta inversión para facilitar la entrada al sector de instituciones especializadas de nicho.

*Propuesta 2.11:* Incrementar los fondos CORFO disponibles a la relación 2 por 1 levantado del sector privado, con tope de US\$ 10 millones, y flexibilizar las prelación de pago.

Esta es la relación en los EE.UU. con el sistema SBIC y antes era de 3 por 1. Ello permitiría hacer capital de riesgo con mayores recursos públicos, aunque se propone acotarlo sólo a los fondos menores, máximo de US\$ 15 millones en total.

El sistema de CORFO, por otra parte, norma en exceso la forma y orden de pago (prelación) del crédito. Es suficiente que no haya una prelación preferente a los privados, lo que sería un abuso, pero debe permitirse modalidades de pago a CORFO más flexibles.

### 3. Propuestas para mejorar la competencia

#### 3.1 Ahorro obligatorio para la vejez

Los fundamentos de las propuestas de esta sección se encuentran en el anexo C del presente documento, el que reproduce el artículo elaborado por Arrau y Valdés (2002).<sup>2</sup> Basado en un diagnóstico de alta concentración en el manejo de fondos por más del 50% del PIB chileno, y en un bajo nivel de rivalidad competitiva que se traduce en altas comisiones, se elaboran las siguientes propuestas.

*Propuesta 3.1:* Permitir a cada afiliado redestinar esporádicamente una porción de su fondo individual obligatorio (Pilar Dos) a cualquier cartera que elija dentro de los administradores registrados para prestar el servicio de tercer pilar. Esta porción será llamada “Pilar Dos Libre” y el resto “Pilar Dos Básico”. Esta porción sería el exceso que registre el fondo individual respecto del monto necesario para financiar una meta de reemplazo, que se propone del orden de 50% en la fase inicial (el detalle de la propuesta se encuentra en el anexo C de este documento).

Se propone que las AFP continúen prestando en forma exclusiva el servicio de segundo pilar básico, pero administrando un menor volumen de fondos. Es decir, las AFP seguirían haciendo toda la recaudación, contratando todo el seguro de invalidez y sobrevivencia y calculando y pagando todos los beneficios. Además, seguirían cobrando comisiones en las mismas condiciones que hoy.

Reconociendo la importancia de la Reforma al Mercado de Capitales I, en lo referente al ahorro voluntario para la vejez (AVV), se considera que éste seguirá siendo pequeño en relación al stock del ahorro obligatorio, lo que en parte obedece a que el segundo pilar en Chile está diseñado para “reemplazar” un 70% del salario promedio de los últimos 10 años de trabajo, lo que es una cifra alta

---

<sup>2</sup> Arrau, P. y S. Valdés (2002) “Para Desconcentrar los Fondos de Pensiones y Aumentar la Competencia en su Administración”, documento a ser publicado en la revista *Estudios Públicos*. Véase anexo C del presente documento.

para los estándares internacionales. Así, se deduce que el desarrollo del tercer pilar de la seguridad social no podrá desconcentrar por sí solo y en forma apreciable, el mercado de capitales chileno.

En este contexto, esta primera propuesta aspira a redestinar unos US\$ 8.000 millones de los US\$ 40.000 millones que hoy administran las AFP, hacia los gestores del ahorro voluntario, incluyendo entre éstos últimos a nuevas filiales especializadas de las AFP.

*Propuesta 3.2:* Adoptar mecanismos para lograr una demanda profesional e informada, que sea capaz de exigir una mejoría en el desempeño financiero. En los países anglosajones y nórdicos ello se ha logrado incentivando la delegación de las decisiones de compra en agentes con alto conocimiento financiero que representan a grupos de trabajadores, como los empleadores.

La propuesta genera dos clases de comisiones: las aplicadas por otros intermediarios a los afiliados que les encarguen la gestión de parte de sus ahorros obligatorios (comisiones del Pilar Dos Libre), y las aplicadas a todos los afiliados (comisiones del Pilar Dos Básico), que se mantendrían sujetas a la obligación legal de uniformidad de tasas.

Se espera por una parte, que una demanda profesional e informada, sea capaz de lograr una mejora en el desempeño financiero de magnitud suficiente para justificar estas comisiones adicionales.

Adicionalmente, cuando se ha verificado rivalidad competitiva entre AFP, ésta se ha canalizado hacia una competencia ineficiente por artículos accesorios, como regalos (dinero, bicicletas, etc.), en lugar de estimular la competencia por desempeño financiero y precio. Diversos diagnósticos indican que esta industria vive un equilibrio con baja rivalidad competitiva, altas comisiones y con una rentabilidad que el Superintendente de AFP ha calificado reiteradamente en la prensa como excesiva. Se espera también una presión a la baja de las comisiones, producto de la mayor entrada que genera la posibilidad de aglomerar demanda y

que naturalmente estará asociada al interés de los proveedores del AVV de integrar su servicio con ahorro obligatorio del Pilar Dos Libre.

## 3.2 Ahorro voluntario para la vejez

La “Reforma al Mercado de Capitales I” dio un paso importante para mejorar el sistema de pensiones en Chile, al introducir competencia a las AFP por el ahorro voluntario para la vejez (AVV) que goza de incentivos fiscales. La Ley aprobada en noviembre de 2001 está inspirada en las llamadas cuentas IRA (“Individual Retirement Accounts”) de los EE.UU. y tiene similares incentivos tributarios al permitir diferir los impuestos de los fondos ahorrados hasta el momento de su retiro. En esta sección se desarrollan propuestas cuyo objetivo es implementar un sistema de cuentas de ahorro voluntario para la vejez tipo 401 (k) de EE.UU., con el empleador o grupo de empleadores como patrocinadores, con incentivos adicionales tanto para el trabajador como para el empleador. Los fundamentos de la propuesta se encuentran en el anexo D del presente documento. Las propuestas de esta sección son complementarias a las propuestas de la sección 3.1, pues se dará una natural integración vertical entre los proveedores del AVV y los del Pilar Dos Libre.

*Propuesta 3.3* Permitir cuentas de AVV ofrecidas por el empleador a sus empleados, descontando por planilla los montos destinados a la cuenta de ahorro y contratando su administración a cuenta del trabajador. Adicionalmente, permitir un depósito complementario del empleador de \$1 por cada \$1 ahorrado por los empleados en este tipo de cuentas.

Al igual que en países desarrollados, en Chile se están presentando las mismas tendencias que llevan a esperar que el AVV, como flujo nuevo neto, crezca a tasas de dos dígitos en los próximos años. Además, se puede esperar un salto de una vez, en algunos años, por el desplazamiento de otras formas de ahorro. Estas tendencias dicen relación con el denominado efecto ingreso (caída en la tasa de reemplazo), un mayor envejecimiento de la población y el aumento en la esperanza de vida de la población (ver anexo D).

El objetivo de implementar las cuentas de AVV colectivas es generar una demanda profesional e informada, ya que incentiva la delegación de las decisiones de compra en agentes con alto conocimiento financiero que representen a grupos de trabajadores, lo que mejora el desempeño financiero de los recursos invertidos y permite ahorros en comisiones debido al ahorro del costo comercial de persuadir a cada trabajador por separado.

*Propuesta 3.4* Definir los siguientes incentivos adicionales a la posibilidad de diferir impuestos para los trabajadores en el caso de las cuentas colectivas de AVV.

a) Se les debe permitir hacer retiros calificados en determinados casos, como por ejemplo la inversión en capital humano (enfermedades catastróficas, gastos específicos en educación, etc.) o en primera vivienda, sin pagar impuesto a la renta, o en este último caso, difiriendo en el tiempo el reconocimiento del consumo.

b) Al igual que en los planes 401 (k) de EE.UU., el empleado podrá adquirir un crédito a un plazo corto, por un monto acotado, girado contra los fondos de ahorro voluntario sin desencadenar el pago de impuestos. Los impuestos y multas se desencadenan si el trabajador no paga a tiempo (ver anexo B para la experiencia de EE.UU.).

c) Permitir que una vez que los hombres cumplan 65 años y las mujeres 60 años, las personas puedan hacer retiros de esta cuenta a una menor tasa marginal (e.g. 50% del retiro afecto a la base imponible).

El sistema colectivo de AVV se ha masificado en EE.UU. debido a que en dicho país todas las personas pagan impuesto a la renta, incluso los de bajos ingresos, lo que significa un atractivo para los contribuyentes el deducir de su base imponible los montos ahorrados, lo que se refuerza con el depósito complementario del empleador.

A diferencia de EE.UU., en Chile las personas con bajos ingresos están exentas del pago de impuestos por lo que para masificar el sistema es necesario contar con incentivos adicionales a la deducción del pago de impuestos.

*Propuesta 3.5:* Definir los siguientes incentivos adicionales para el empleador.

a) Permitir a los empleadores descontar un porcentaje del depósito complementario total de la empresa contra el impuesto de primera categoría, con un tope de 1% de la utilidad tributable anual (e.g. un 20% del depósito complementario).

b) Incorporar un test de no discriminación para estar afecto al beneficio anterior, que exija un porcentaje mínimo de participación de los estamentos de la empresa.

Otra de las razones que explica la masificación del sistema en EE.UU. es que los planes 401 (k) son el único incentivo para las empresas para reducir el costo de su masa laboral. En el caso de Chile, las empresas poseen mecanismos alternativos para reducir la planilla de salarios como es el caso de los depósitos convenidos para sus altos ejecutivos, por lo que los empleadores no se interesarán en ofrecer planes colectivos, asumiendo costos y responsabilidades, si no cuentan con los beneficios descritos.

*Propuesta 3.6:* Mayor desregulación de inversiones de fondos AVV. En particular, eliminar de la Ley y la normativa (norma conjunta de las superintendencias) la necesidad de que el ahorro voluntario para la vejez deba ser un instrumento líquido.

De acuerdo a la Ley y la normativa, el AVV no puede invertirse en recursos no líquidos, como fondos de capital de riesgo. El ahorro voluntario debe estar libre de esta restricción pues, al igual que en los EE.UU., es una fuente natural de ahorro de largo plazo para financiar empresas emergentes. Además, el AVV no

podrá acceder a los beneficios tributarios de la sección 2, lo que limita su rentabilidad esperada.

### 3.3 Empresas de apoyo al giro

El anexo E fundamenta las propuestas que se definen en esta sección. En el anexo se muestra el gran éxito que han tenido las empresas de apoyo al giro para promover sus objetivos finales. En el caso de Redbanc, la cobertura es muy alta y el promedio que cobra esta filial a sus clientes (bancos) se acerca mucho al costo marginal, por lo que ha podido aprovechar y recorrer la curva de economías de escala, que era la motivación original para constituir una empresa de apoyo al giro.

Se reconoce que los bancos compiten muy fuertemente entre sí, que los precios promedios son competitivos comparados con los países latinoamericanos, pero que a veces compiten montados sobre sistemas que no permiten optimizar esa competencia en beneficio del usuario. Precisamente por la característica de monopolio natural de los sistemas y por la poca previsión de la autoridad al autorizar estas empresas, se han constituido derechos adquiridos que hacen aún más complejo la solución de algunos de ellos.

Cada empresa de apoyo al giro, incluidas aquellas del mercado de capitales como DCV y las bolsas de comercio, tienen problemas de diversa naturaleza.

En todos los casos son empresas autorizadas por Ley, con el propósito de constituir una asociación cooperativa para impulsar su sector o industria y no son en general una empresa maximizadora de beneficios, sino de apoyo a sus asociados. En general tienen estructuras de costos tipo monopolio natural a través de alguna variable de volumen (costo marginal menor que el costo medio y ambos decrecientes). Es reconocido por los directorios de las empresas, que no buscan maximizar rentas, aunque en algunos casos el equilibrio de poderes interno lleva a una alta rentabilidad.

Al ser autorizadas por Ley para desarrollar un sector o industria, son una “facilidad esencial”, que debe operar para cumplir su objetivo. Por ejemplo, se permite a los bancos juntarse en estas empresas, principalmente para aprovechar las economías de escala, pero no se permitiría a dos o tres bancos fusionar su filial de fondos mutuos. Allí se exige rivalidad competitiva.

El primer problema dice relación con la entrada a las empresas de apoyo. Al autorizarlos, el Superintendente debe representar a la parte ausente de la industria (al futuro entrante) o en caso contrario se está entregando una “facilidad esencial” para ser explotada privadamente en beneficio de los fundadores. Si la empresa se autoriza para apoyar a la industria, debe permitir la entrada. Si no es para desarrollar la industria, sino solo para una institución, no debe permitirse la asociación, y menos “cartelización”, de dos o más instituciones. El caso más complejo con problemas de entrada es Redbanc.

El segundo problema es la estructura tarifaria que se cobra a lo distintos participantes. En general, el modo de utilizar los “descuentos por volumen” en algunos casos no se ajusta a una estructura eficiente de costos. Ello da pie para interpretar que la estructura tarifaria responde a una práctica anticompetitiva de discriminación de precios en desmedro de los pequeños, con el propósito de proteger un negocio que opera al nivel del banco. Las empresas se defienden que el descuento por volumen responde a la estructura de costos. Sin embargo, el costo marginal eficiente (o ajustado a costo medio) debe ser en general un único precio para todos. Tal es el caso de las telecomunicaciones. Los descuentos por volumen asociados a un contrato concreto no pueden ser tan pronunciados. Por estructura tarifaria no sólo nos referimos a las tarifas para financiar la empresa de apoyo al giro, sino también las tasas interbancarias o cargos de acceso que se cobran los bancos por acceder a su infraestructura (caso Redbanc), a sus cuentas corrientes (caso CCA) o tasas de intercambio (caso Transbank). El caso de CCA parece ser el que se encuentra más alejado hoy de este principio.

El tercer problema, dice relación con el hecho de que, en ocasiones, el modo de asociación no aprovecha los grados de rivalidad competitiva y eficiencia que podrían estimular un diseño alternativo. Este es el caso de Transbank, donde la

penetración del comercio pequeño ha sido de alguna manera más lento de lo esperado, lo que puede atribuirse a que no se permite la competencia de adquirientes, por una parte, y al observarse una amplitud mayor a la conveniente entre las tasas de “merchant discount” del comercio pequeño y grande.

Finalmente, aunque es un problema menor por los montos pequeños de inversiones en los casos de las empresas tipo “switch” electrónico (Redbanc, CCA), pero un problema más serio en el caso de DVC, en general estas empresas tienen rentabilidades entre 20% y 25% anual. Se ha argumentado que esas rentabilidades (ROE) son las exigidas por los accionistas para los bancos, porque éstos últimos tienen flujos riesgosos que en equilibrio puede justificar un ROE de ese tipo por algunos años. Una vez consolidados los sistemas, estas rentabilidades a todo evento no son un costo de capital ajustado al riesgo de obtener el flujo, sino que parecen excesivas, resultado de la explotación sobrenormal de una “facilidad esencial” concedida. Una rentabilidad de 12%, como es el caso de SINACOFI, parece más razonable.

En este tema se enfrentan dos bienes que es difícil compatibilizar: el incentivo a innovar en infraestructura de apoyo al sistema financiero y de mercado de capitales, con el consiguiente derecho a recuperar la inversión y los riesgos envueltos, por una parte, y cautelar la libre entrada y uso a precios eficientes de esa infraestructura para beneficio de todos los clientes finales del sistema, por otra. En el caso de Chile, dado el tamaño pequeño que tiene el país, es conveniente buscar asociaciones limitadas al ámbito de la economía de escala y estimular la rivalidad competitiva en el uso de esa infraestructura. En el caso de países grandes, se admiten soluciones más diversificadas, por varias redes con interconexión que pueden aprovechar la economía de escala en forma independiente.

Aquí no se propone una regulación tipo monopolio natural. No se justifica. Cada caso tiene especificidades complejas y las soluciones no son únicas. Un acuerdo único en una red de cajeros puede competir con la interconexión de redes a precios eficientes y razonables de interconexión.

Se recomienda enumerar los principios básicos de competencia que deben cumplir estas empresas 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.

*Propuesta 3.7:* Mejorar competencia empresas de apoyo al giro

- a) Introducir en el artículo 74 de la Ley de Bancos, la Ley de Valores y el DL 3.500 la enumeración de los siguientes principios que deben cumplir todas las empresas de apoyo al giro en que se permite la asociación de dos o más competidores.
  - (i) Se permitirá la constitución de empresas de apoyo al giro con el propósito de facilitar el desarrollo de la industria o del mercado en general, y por ende estará abierta a la entrada (al uso de los servicios, no necesariamente a la propiedad) a precios de entrada y de financiamiento de la operación razonables, justificadas en cubrir los costos totales, que resguarden una adecuada rentabilidad para las inversiones realizadas
  - (ii) Las estructuras tarifarias, tanto para financiar la empresa de apoyo, como las tasas y precios de uso de la infraestructura desarrollada, deberá ajustarse a la estructura de costos eficientes, sin subsidios cruzados o discriminaciones de precios. Los descuentos por volumen no deben ser utilizados como un mecanismo de discriminación de precios.

- (iii) La interconexión de redes deberá estar abierta, a precios razonables, de modo de promover el servicio y la competencia sana.
  
- b) El Superintendente o los Superintendentes respectivos deberán recolectar toda la información necesaria para verificar que los principios descritos en a) sean verificados y ponerla a disposición del público.

Esta propuesta es compleja pero necesaria. Es compleja por los derechos adquiridos de las empresas constituidas, pero es necesaria para que los beneficios de la competencia y la tecnología lleguen a los usuarios. Por su complejidad se propone que opere la transparencia de información y el debate abierto a través de los tribunales de competencia.

Quizá una manera de justificar la propuesta es reconocer el hecho que hoy una transacción financiera por Internet cuesta US\$ 0,03, es decir sólo el costo de switch, sin considerar el costo hundido de instalación y desarrollo de la red. Ello es así porque los creadores de la Web (los países desarrollados de occidente y sus fuerzas armadas) decidieron regalar la red a todo el planeta, decisión que significó un enorme impulso al desarrollo de todos los países. Una vez desarrollados los sistemas, estabilizados los servicios y cubiertos los costos de inversión, es posible abrir el beneficio a todos los participantes de la industria particular y también a otros oferentes de los mismos servicios. Dado el precio de una transacción de Internet, no es posible entonces, que un abono electrónico en cuenta corriente de un banco pequeño en la cuenta de otro banco, a través de la Cámara de Compensación Automatizada (CCA), cueste US\$ 0,80, donde la transacción requiere esencialmente el mismo “switch”.

La posibilidad de interconectar redes y/o abrir las actuales puede traer un enorme impulso al desarrollo de medios de pagos y otros actores que lo desarrollen. Serán los tribunales de competencia los que deberán resolver si las redes se abren a actores distintos de los participantes de la industria de los fundadores. La apertura de los medios de pago a otros actores puede ser un gran estímulo para el desarrollo de diversos servicios a bajo costo, como ha sido el caso de los

EE.UU., en especial beneficio de los pequeños usuarios.<sup>3</sup> Las propuestas de la sección 3.2, podrían operar con mayores facilidades y servicios si se pudiesen interconectar las redes de los diversos actores del mercado de capitales. Eso sí, es necesario cautelar la equidad competitiva derivada del peso regulatorio que puedan tener diversos medios de pago similares con distinta regulación (e.g. las tarjetas de crédito abiertas, reguladas, y las cerradas, no reguladas, pero que se están abriendo de facto; véase anexo E).

*Propuesta 3.8:* Eliminar el impuesto al cheque para todas las transacciones de cajero automático, tarjeta de débito y de transacciones y transferencias electrónicas. Si es necesario, compensar la disminución tributaria con un incremento al impuesto al cheque físico.

En el anexo E se muestra que la transacción con cheque físico tiene un costo de US\$ 1,2, mientras que para las transacciones de cajero y débito baja a US\$ 0,33 y para la transacción y transferencia electrónica (Internet) es de US\$ 0,03. El impuesto al cheque de \$ 132, por ende, representa un impuesto de 16% al cheque pero de 650% a la transferencia electrónica. Es muy beneficioso para la revolución de Internet que promueve el gobierno y que el país necesita, que se derogue este impuesto para las transacciones y transferencias electrónica o con tarjetas, lo que requiere un incremento compensatorio de entre \$30 y \$ 50 para el impuesto al cheque físico.

*Propuesta 3.9:* Revisar la normativa sobre regulación de los medios de pago, de modo de no inducir inequidades competitivas entre medios de pago de instituciones reguladas y otras no reguladas.

El Banco Central de Chile es el ente encargado de la regulación de los medios de pago, pero en los hechos, tiene implícitamente definido que los bancos son los encargados de su emisión y administración, y por ende tiene encargado a la SBIF los resguardos de capital correspondientes. Crecientemente surgen en los países desarrollados instituciones no bancarias administradoras de medios de pago, especialmente grandes proveedores de bienes durables, casas comerciales, etc.

---

<sup>3</sup> Véase Fontaine, B. (2002) “Créditos más baratos, Ahora”, Puntos de Referencia No 252, CEP, enero.

En Chile las tarjetas cerradas de las casas comerciales se han estado abriendo de facto, sin la adecuada regulación y sin respaldos de capital para sustentar sus compromisos. Las tarjetas abiertas emitidas por los bancos sí tienen esta regulación. Se requiere una normativa y regulación homogénea y similar para los medios de pago, sean estos bancarios o no bancarios.

*Propuesta 3.10:* Promover la competencia de “adquirencia” en el mercado de tarjetas de crédito abiertas, manteniendo las economías de escala (empresa de apoyo) en el rol de “switch”, servicios de instalación de “hardware” y desarrollo de “software” (véase anexo E).

## 4. Otras propuestas específicas sectoriales

Esta sección incluye múltiples propuestas específicas obtenidas a través de entrevistas y minutas enviadas por diversos actores del sector financiero y de mercado de capitales, varias de las cuales también han sido entregadas al Ministerio de Hacienda en forma directa. Por ello, algunas de las propuestas recibidas ya estaban siendo consideradas en forma independiente por el Ministerio de Hacienda en su propia agenda, por lo que se ha procurado eliminarlas de este documento. Asimismo, tampoco se incluye las propuestas sobre fondos de inversión entregadas directamente por Babson College y Universidad del Desarrollo al Superintendente de Valores y Seguros.

### 4.1 Banca

Para el fundamento de algunas de las propuestas en esta sección, véase Larráin (2001)<sup>4</sup> y Fontaine (2002, op. cit.).

#### a) Banca general y banca de nicho

*Propuesta 4.1:* En el ámbito legal, eliminar la Tasa Máxima Convencional (TMC) y aceptar facturas como documento válido de garantía. En su defecto, rápida aprobación del actual proyecto en el Congreso respecto a la TMC.

*Propuesta 4.2:* En el ámbito normativo, la SBIF se encuentra evaluando reformas en lo que dice relación con la modificación del régimen de provisiones, entregando más autonomía en la evaluación de las provisiones. Acelerar la implementación del nuevo sistema.

*Propuesta 4.3:* Modificar modo de fiscalizar autogestión para los bancos especializados de nicho.

---

<sup>4</sup> Larráin, C. (2001) "Agenda de Reformas para el Sistema Bancario Chileno" en H. Beyer y R. Vergara (eds.) *Qué hacer ahora, Propuestas para el desarrollo*, CEP, abril 2001.

Desde la Ley de Bancos de 1997 se introdujo el sistema de categoría del banco según como se gestiona. Sin embargo, la SBIF utiliza un modo único de evaluar todos los bancos, revisando si tienen los sistemas de control de gestión propio de los bancos grandes, especialmente de los grandes bancos extranjeros. Los bancos de nicho no se gestionan como los grandes (con enormes manuales) sino de forma más personalizada. SBIF no debe pretender “cogestionar por manuales” dichos bancos. Se debe avanzar en reconocer la especificidad de estos bancos en la forma de gestionarlo, pues ninguno de ellos puede darse el lujo de ser mal evaluado por la SBIF.

*Propuesta 4.4:* Permitir mayor acceso de bancos de nicho al endeudamiento de otros bancos privados de modo que estos últimos sean como “banca de segundo piso” para los bancos de nicho. Ello requiere modificar normas y límites de transacciones interbancarias.

*Propuesta 4.5:* Eliminar restricciones que impiden formar banca virtual o de Internet.

*Propuesta 4.6:* Permitir a los bancos traspasar a sus fondos de la filial AGF las garantías que reciben en parte de pago (inmobiliarias, acciones, etc.) de modo de potenciar esos activos fuera del banco y no verse obligados a liquidarlos en un año.

*Propuesta 4.7:* Eliminar la prohibición de cobro de comisiones en banca de consumo, en caso que no se levante los límites sobre la TMC.

*Propuesta 4.8:* Modificar la Ley que impone topes restrictivos a la cobranza extrajudicial.

*Propuesta 4.9:* Flexibilizar la clasificación de riesgo de las AFP para los depósitos en bancos. El actual sistema hace difícil para bancos de nicho acceder a fondos de las AFP pues en la práctica estas depositan sólo en bancos clasificados en A- o más. Los bancos de nicho no necesariamente serán A-.

## b) Internacionalización

*Propuesta 4.10:* Flexibilización de los requerimientos de capital de Basilea. Descontar del patrimonio, y no del capital primario como se hace hasta ahora, las inversiones en el exterior.

*Propuesta 4.11:* Revisar el requisito de adecuación de capital que en el caso chileno es mucho más exigente que el de Basilea, especialmente cuando se tiene una filial. Permitir aplicación de Basilea para el banco consolidado entre matriz y filiales, como se hace según Basilea, y no sobre el banco matriz, como se hace en Chile.

## c) Transparencia de la información

*Propuesta 4.12:* Aplicar estándares contables que permitan la comparabilidad con instituciones financieras internacionales (se debe avanzar hacia los estándares del US GAAP).

## d) Supervisión consolidada

*Propuesta 4.13:* Para avanzar en esta área se requieren cambios legales para reconocer la figura del conglomerado bancario en la supervisión, se debe permitir que los bancos puedan entrar a la industria de seguros y de AFP, ya sea como filiales o como “hermanas”, y al mismo tiempo permitir el aprovechamiento de sinergías entre los distintos componentes del conglomerado.

## 4.2 AFP (solo reformas de carácter financiero, excluye previsionales)

*Propuesta 4.14:* Cambiar la metodología actual para medir los niveles de encaje desde mediaciones diarias a mediciones mensuales. Similar cambio se debe realizar en las mediciones de los niveles de custodia.

*Propuesta 4.15:* Evaluar una gran desregulación de los portafolios de las AFP, desde los engorrosos controles por límites y factores, hacia un sistema de responsabilidad y regulación de conflictos de interés por fiscalización ex post. Aunque esta es una reforma mayor, podría darse ahora la oportunidad de desreglamentar el DL 3.500, eliminando los detallados artículos de límites de portafolio, y sustituyéndolos por la facultad al Superintendente para definir esa normativa.

*Propuesta 4.16:* Igualar el tratamiento tributario para los fondos de pensiones al de los otros accionistas de las empresas. Esto es, devolver el crédito de primera categoría a los fondos. En su defecto, permitir que al pagar pensiones, las AFP puedan extender el crédito a los pensionados de modo que estos últimos puedan ocuparlo. Con el actual sistema, los fondos de pensiones “interrumpen” la integración impositiva de nuestro sistema tributario.

*Propuesta 4.17:* Evaluar una eliminación definitiva de la exigencia de rentabilidad mínima. En su defecto, eliminar la rentabilidad mínima para el fondo A (accionario) y ensanchar la banda para el fondo B.

*Propuesta 4.18:* Permitir que 1%-2% del fondo pueda ser invertido en una cartera sin regulaciones. Infracciones a normas, como por ejemplo inversión en partes relacionadas, deben ser fuertemente multadas (véase capital de riesgo y AVV).

*Propuesta 4.19:* Inversión en el exterior. Aumentar el límite de inversión en el exterior a 50%.

*Propuesta 4.20:* Empezar las modernizaciones regulatorias para la administración de portafolios de los Fondos de Pensiones para tener acceso a una mayor variedad de herramientas financieras, donde se incluyan los mercados de productos derivados (opciones y futuros) y de ventas cortas y préstamo de acciones.

*Propuesta 4.21:* Revisar la reciente normativa que impone una “malla” de límites a las comisiones y cargos por cuenta del fondo. Reemplazar por una obligación de estipular un “cap” agregado a los cargos por cuenta del fondo.

*Propuesta 4.22:* Repotenciar las sociedades inmobiliarias de las AFP (DL 3.500, título XII) eliminando la inequidad tributaria que les impide recuperar el impuesto de primera categoría.

*Propuesta 4.23:* Eliminar prohibición de comprar títulos emitidos por empresas chilenas en el exterior.

### 4.3 Compañías de seguros

*Propuesta 4.24:* Permitir que las compañías de seguros puedan tomar participaciones en sociedades inmobiliarias y desarrollar proyectos sobre los terrenos de su propiedad, hasta por un porcentaje de sus reservas técnicas. Hoy pueden tener terrenos, no así participaciones en sociedades inmobiliarias.

*Propuesta 4.25:* Perfeccionar la norma de derivados en lo que respecta a lanzamiento de acciones (vender “calls” contra acciones de cartera) y autorizar posiciones netas vendedoras de moneda extranjera y permitir la inversión en derivados, replicando régimen tributario del activo subyacente.

*Propuesta 4.26:* Permitir efectuar ventas cortas de acciones y no sólo ser proveedor de acciones para arrendarlas a terceros.

## 4.4 Bolsas de comercio, fondos mutuos y de inversión regulados

### a) Bolsas y otras flexibilizaciones

*Propuesta 4.27:* Flexibilizar el proceso de inscripción de instrumentos de oferta pública.

*Propuesta 4.28:* Ampliar compra de acciones por parte de las mismas empresas (“stock options”).

El actual mecanismo para permitir la recompra de acciones por parte del propio emisor resulta restrictivo, al tener que aprobarse cada programa de compra de acciones en una junta de accionistas. Permitir que junta dé autorización general.

*Propuesta 4.29:* “Stock options” para S.A. Cerrada.

*Propuesta 4.30:* Permitir que se puedan transar las acciones en mercado OTC (over-the-counter).

Las acciones son el único instrumento al que no se le permite transacciones fuera de bolsa (sí se permite a bonos y divisas).

*Propuesta 4.31:* Eliminar el plazo de vigencia de la exención al impuesto a las ganancias de capital para las acciones transadas en la bolsa emergente (31 de diciembre de 2006).

No tiene sentido mantener una iniciativa que busca desarrollar las empresas con altas expectativas por un período limitado.

*Propuesta 4.32:* Los corredores, bancos y custodios debieran estar habilitados para inscribir automáticamente valores extranjeros que se transen en ciertos mercados establecidos (mercados desarrollados y aquellos con los cuales la SVS

mantenga convenios de intercambio de información). Asimismo, los ADRs chilenos deben quedar inscritos de oficio.

*Propuesta 4.33:* Facilitar normativa para la emisión de bonos de altos riesgo.

*Propuesta 4.34:* Permitir la desmutualización de las bolsas, esto es, independizar la propiedad de las bolsas de los corredores, lo que permitiría a cualquier persona poseer una o más acciones de las bolsas de valores.

*Propuesta 4.35:* Liberalizar la Ley de Sociedades Anónimas ( Ley 18.046) en los aspectos que regulan la compra total o parcial de otras empresas con acciones de propia emisión.

Actualmente en Chile es muy difícil realizar una transacción en que una empresa compre a otra, o parte de otra, utilizando acciones de propia emisión. Lo impiden la obligación de dar derecho preferente a los accionistas en la emisión de acciones, como las restricciones que tienen las compañías para mantener en su tesorería acciones propias. Así, una alternativa atractiva para las empresas emergentes es, llegado un cierto momento, poder fusionarse con una empresa abierta entrando a participar de la propiedad de esta última.

El objetivo de esta propuesta es facilitar la emisión por parte de las empresas de instrumentos financieros que den una mayor versatilidad a las posibilidades de financiamiento de las compañías, a la vez de dar más agilidad a la transacción de empresas completas o partes de ellas. Estos cambios en general beneficiarán mayoritariamente la creación y sostenimiento de empresas emergentes.

El objetivo último de esta proposición es que en Chile las empresas puedan emitir el abanico completo de instrumentos financieros que caben entre un bono puro y simple y una acción.

En este contexto, será de utilidad que, por ejemplo, las asambleas de accionistas, bajo ciertos requisitos, autorizaran a los directorios a emitir acciones que puedan servir para ser usadas como medio de pago para adquirir otras empresas o partes de empresas.

*Propuesta 4.36:* Facilitar emisión de acciones preferentes. La fórmula más expedita, aparte de eliminar el requisito de distribución de utilidades sólo cuando estas existen o cuando hay utilidades retenidas, es establecer que la mayoría de los accionistas facultarán al directorio para emitir hasta un cierto número de acciones preferentes.

Las acciones preferentes, muy usuales en EE.UU., son aquellas que pagan dividendos todos los años, independientemente de si la empresa ha tenido utilidades. No obstante, la compañía puede suspender este pago por un determinado período de tiempo y además estas acciones tienen prelación respecto de las acciones normales en caso de quiebra. Como de todas maneras son una acción, el capital comprometido no es exigible por el tenedor del título.

Actualmente la Ley chilena sólo permite pagar dividendos a los tenedores de acciones cuando hay utilidades en el ejercicio o con utilidades retenidas. Esto impide que las empresas puedan emitir acciones preferentes. Este tipo de instrumento puede ser muy útil al momento de buscar financiamiento para una empresa emergente, ya que, aunque ésta se ve obligada a pagar dividendos todos los años, el capital no le es exigible. A su vez, el inversionista queda con la posibilidad de participar en el éxito del proyecto.

*Propuesta 4.37:* Permitir que las empresas emergentes, independiente que se encuentren abiertas en bolsa, puedan inscribir warrants u opciones, que pudieran ser ejercidos por los tenedores una vez que la compañía comience a transarse públicamente.

El objetivo es que el registro de estos instrumentos permitiría que éstos se compren y vendan en el mercado, desde el momento de ser emitidos. Estos warrants sirven no sólo para venderlos a inversionistas sino también pueden ser entregados a acreedores como forma de mejorar la relación retorno/riesgo por el crédito que estén entregando.

*Propuesta 4.38:* Permitir la emisión de bonos que tengan como activo subyacente un conjunto de créditos otorgados a la pequeña y mediana empresa.

El objetivo central es permitir la securitización de los créditos de las empresas medianas y pequeñas de manera de atraer fondos hacia las empresas de menor tamaño diversificando el riesgo en los financistas (véase propuestas Babson College y Universidad del Desarrollo, para más detalle).

*Propuesta 4.39:* Desmaterialización total de los bonos (reemplazo del título ejecutivo), esencial para bonos que incorporen productos derivados.

*Propuesta 4.40:* Autorizar fijar la tasa de carátula de los bonos al momento de la colocación, indispensable para bonos que incorporen productos derivados.

## b) Fondos mutuos y fondos de inversiones regulados

*Propuesta 4.41:* Eliminar incompatibilidad entre los fondos mutuos elegibles para el AVV y aquellos que permiten al inversionista acogerse a la exención de impuesto a las ganancias de capital.

Lo indicado en la Ley de la Renta Art.18 Ter. Inciso 42 sobre distribución de dividendos de los fondos mutuos, es incompatible con lo que señala sobre el mismo tema la Ley 1.328 de fondos mutuos. En el primer tipo de fondos se está obligado a reinvertir todos los dividendos, en cambio el segundo tipo de fondos está obligado a repartir todos los dividendos.

*Propuesta 4.42:* Permitir que un fondo mutuo tenga invertido en un instrumento de un mismo emisor más del 10% del fondo para el caso de fondos mutuos índices.

La Ley 1.328 Art.13 no permite que un fondo mutuo tenga invertido en un instrumento de un mismo emisor más del 10% del patrimonio del fondo. Esto hace muy difícil que se creen fondos mutuos indexados al IPSA. Es conveniente que para el caso de fondos mutuos índices se relaje esta restricción.

*Propuesta 4.43:* Flexibilizar la obligación de que los fondos mutuos declaren como “agente colocador” y asuman las responsabilidades fiduciarias que ello conlleva, dejándolos en igualdad de condiciones con las AFP.

El Decreto Supremo 249 Art.34 obliga a los fondos mutuos a declarar como “agente colocador” y en consecuencia asumir las responsabilidades fiduciarias que esto conlleva, a las empresas o entidades con las cuales celebre contratos con el objeto de recibir aportes de los trabajadores vía descuento por planilla.

En el caso del sistema de ahorro voluntario esto deja a los fondos mutuos en una seria desventaja respecto de las AFP, ya que a éstas no se les exige nombrar “agente colocador” a la empresa que descuenta por planilla los aportes de sus trabajadores. Sería conveniente que los fondos mutuos quedaran bajo el mismo status jurídico que las AFP.

*Propuesta 4.44:* Autorizar a la Administradora de Fondos Mutuos entrar a la Cámara de Compensación de los bancos y por ende al redescuento del Banco Central.

*Propuesta 4.45:* Permitir que una Administradora preste servicios de administración mayorista a otras instituciones financieras que tengan capacidad de distribución y marca, pero que quieran sub-contratar el servicio de administración de cartera a un especialista.

*Propuesta 4.46:* Aumentar la flexibilidad de la inversión en fondos mutuos mediante la eliminación del efecto tributario de un retiro, si este se enmarca dentro del concepto de Familia de Fondos y permitir al partícipe otorgar un mandato a la administradora o agente colocador para facilitar los movimientos de fondos dentro de una familia.

Antes que se promulgara la Reforma al Mercado de Capitales I, en 2001 se permitió a los fondos mutuos establecer el concepto de familia de fondos, lo que permitió al inversionista cambiarse de un fondo a otro sin costo, sin embargo permanecieron las restricciones que se propone flexibilizar en las propuestas y

que permitirán incrementar la inversión en fondos mutuos e incrementar la liquidez del mercado.

*Propuesta 4.47:* Dentro del concepto de Familia de Fondos, permitir la creación única de un reglamento interno, de formularios de suscripción y retiro de cuotas.

*Propuesta 4.48:* Permitir que un agente colocador actúe en representación de sus clientes sin necesidad de revelar a la Administradora la identidad de cada uno de ellos (en este caso se perderían los beneficios tributarios).

*Propuesta 4.49:* Flexibilizar la normativa para que el fondo pueda asignar directamente gastos relacionados con transacciones.

*Propuesta 4.50:* Aumentar a un año el plazo en que se pueden sobrepasar el límite de inversión por parte de personas relacionadas en un fondo de inversión.

*Propuesta 4.51:* Permitir establecer opciones de rescate de cuotas de fondos de inversión sin necesidad de que sea aprobado por la junta de aportantes.

*Propuesta 4.52:* Flexibilizar el mecanismo de cálculo del valor de las cuotas de los fondos de inversión. Que se posibilite, para aquellos fondos que opten, a solicitud de sus aportantes, a que su cuota sea valorizada diaria, semanal o mensualmente.

*Propuesta 4.53:* El tratamiento tributario de las utilidades obtenidas a través de derivados debiera ser el mismo a aquel vigente en el caso de las acciones subyacentes.

*Propuesta 4.54:* Chile como plataforma de inversiones. Introducir neutralidad fiscal para un inversionista extranjero (e.g. español) que invierte desde su matriz regional en Chile en otro país de la región (e.g. Perú).

Si el anterior inversionista desea repatriar sus utilidades en Perú a España pasando por Chile, paga más impuestos que si lo hace directamente desde Perú a España. Se requiere introducir neutralidad incrementando el crédito de 15% contra el adicional de 35% en Chile.

## Anexo A

# El Impuesto al Consumo desde el Sistema Financiero y de Capitales<sup>a</sup>

---

<sup>a</sup> Original, 30 de enero de 2002. Revisada por errores de edición el 12 de abril de 2002.

Este anexo discute aspectos conceptuales necesarios para analizar el actual desarrollo del mercado de capitales y sustentar las propuestas de la sección 1 del texto, aunque también se puede entender como un anexo que provee un marco conceptual general. La sección A.1 analiza el llamado doble impuesto al ahorro que genera el impuesto a la renta (ingresos) en relación al impuesto al consumo. Asimismo, muestra como se puede replicar el impuesto al consumo al deducir de la base imponible el ahorro en un período determinado. La sección A.2 concluye con las implicancias que fundamentan las propuestas de la sección 1 del texto.

## A.1 Impuesto a la renta versus impuesto al consumo<sup>1</sup>

En esta sección se analiza al inversionista o comprador (vendedor) de instrumentos financieros que realiza transacciones por motivos de ahorro o bien administración de su cartera de inversiones. Es decir, interesa el ahorrante motivado por incrementar (disminuir) su monto de ahorro o riqueza invertida en el mercado de modo de incrementar (disminuir) su consumo futuro a costa del consumo presente (motivo de ahorro o desahorro neto), así como el ahorrante que compra (vende) con el propósito de encontrar una mejor combinación riesgo retorno en su cartera (motivo de ajuste de portafolio). En ambos casos el inversionista transa motivado por su elección entre consumo presente y futuro, analizando tanto las rentabilidades relativas de los distintos instrumentos como sus riesgos relativos.

El inversionista definido en el párrafo anterior, típicamente un ahorrante en el mercado financiero o un inversionista minoritario de una sociedad anónima, no tiene un especial apego a la inversión distinta de su deseo de optimizar su consumo a través del tiempo y a través de los estados contingentes que determinan el riesgo.

---

<sup>1</sup> Sección basada en Gerens (2001), "Impuesto a las Ganancias de Capital en Chile: Propuestas de Reforma", trabajo elaborado por Patricio Arrau a solicitud de la Bolsa de Comercio de Santiago. El lector interesado puede obtener el documento en la página mediática de Gerens, [www.elkybalion.com](http://www.elkybalion.com) o directamente a <http://www.elkybalion.com/pdf/informegerens.pdf>.

El ahorrante típico definido arriba intentará maximizar su bienestar distribuyendo su consumo a través del tiempo de acuerdo a sus preferencias intertemporales y su preferencia por riesgo, dadas las oportunidades que tiene para ello en el mercado (instrumentos de renta fija, acciones, fondos mutuos, etc.). Para el análisis que viene se analiza el caso de sólo dos periodos.<sup>2</sup>

Un típico consumidor enfrentará la siguiente restricción presupuestaria general.

$$(1) \quad Y_1^* + \frac{Y_2^*}{1+r^*} = C_1^* + \frac{C_2^*}{1+r^*}$$

Donde:

$Y_1^*$ : ingresos y rentas disponibles en periodo 1 para consumo y/o ahorro.

$Y_2^*$ : ingresos y rentas disponibles en periodo 2 para consumo (excluye ingresos del ahorro realizado en periodo 1).

$C_1^*$ : gasto necesario en el periodo 1 para consumir bienes por un valor de  $C_1$  ( $C_1^*$  y  $C_1$  solo difieren si hay impuestos al consumo).

$C_2^*$ : gasto necesario en el periodo 2 para consumir bienes por un valor de  $C_2$  ( $C_2^*$  y  $C_2$  solo difieren si hay impuestos al consumo).

$r^*$ : rentabilidad (neta de impuestos) de la cartera de inversiones de ahorro del periodo 1.

Dado este marco de referencia, en lo que sigue se analiza la existencia de impuesto a la renta e impuesto al consumo. Se finaliza la sección analizando el caso en que se deduce de la base imponible del impuesto a la renta el ahorro neto.

### *a) Impuesto a la renta*

El impuesto a la renta grava todo tipo de ingresos, incluidos sueldos y salarios, intereses, dividendos y ganancias de capital. Para el ahorrante, los dividendos, las

---

<sup>2</sup> Sin pérdida de generalidad, el análisis no considera el riesgo y se concentra en las de elección intertemporal del consumo.

ganancias de capital, los intereses, etc. son el retorno a sus instrumentos de ahorro, por lo que el impuesto sobre ellos reduce la rentabilidad neta de su inversión.

En este caso

$$(2) \quad Y_1^* = Y_1(1-\tau); \quad Y_2^* = Y_2(1-\tau)$$

$$(3) \quad C_1^* = C_1; \quad C_2^* = C_2$$

$$(4) \quad C_1 = Y_1(1-\tau) - A$$

Donde  $\tau$  es el impuesto a la renta y  $A$  el ahorro realizado en el periodo 1.

Puesto que la renta total en el período 2 incluye los intereses, dividendos y ganancias de capital del ahorro antes de impuesto igual a  $r$ , la restricción presupuestaria del ahorrante sujeto al impuesto a la renta queda de la siguiente forma (para mayor detalle véase Gerens (2001), op. cit.).

$$(5) \quad Y_1(1-\tau) + \frac{Y_2(1-\tau)}{1+r(1-\tau)} = C_1 + \frac{C_2}{1+r(1-\tau)}$$

Es decir  $r^* = r(1-\tau)$ . Por lo tanto, el impuesto a la renta, al incluir los ingresos de la rentabilidad del ahorro, reduce la rentabilidad esperada del ahorrante en forma proporcional al impuesto a la renta y con ello el ahorro en el período 1. Ello equivale a gravar doblemente los ingresos: cuando se generan en el período 1 y cuando rinden una rentabilidad adicional en el período 2.

*b) Impuesto al consumo*

En el caso del impuesto al consumo puro,  $C_1^* = C_1(1+\tau_c)$  y  $C_2^* = C_2(1+\tau_c)$ , es decir, el gasto  $C_{1,2}^*$  es mayor que el valor de los bienes consumidos  $C_{1,2}$  en el impuesto al consumo  $\tau_c$ .

Así, la restricción presupuestaria es:

$$(6) \quad Y_1 + \frac{Y_2}{1+r} = C_1(1+\tau_c) + \frac{C_2(1+\tau_c)}{1+r}$$

De la ecuación (6) se observa claramente que en este caso no se afecta la rentabilidad del ahorro, sino que solo se grava el acto de consumir.

*c) Impuesto a la renta deduciendo de la base imponible el ahorro neto*

Si se excluye de la base imponible el monto neto ahorrado en el período 1 y se incluye el monto desahorrado y su rentabilidad en el período 2, la restricción presupuestaria a optimizar por parte del inversionista queda de la siguiente forma.

$$(7) \quad Y_1 + \frac{Y_2}{1+r} = C_1/(1-\tau) + \frac{C_2/(1-\tau)}{1+r}$$

La ecuación (7) es exactamente equivalente a la restricción presupuestaria (6) (impuesto al consumo); donde  $(1+\tau_c) = 1/(1-\tau)$ . Es decir, si el impuesto a la renta  $\tau$  es 15% y se deduce de (se agrega a) la base imponible el ahorro (desahorro) neto, entonces se replica un impuesto al consumo de tasa 17,6% ( $1/0,85 - 1$ ). La tasa de impuesto al consumo equivalente es mayor para mantener una misma recaudación debido a que la base imponible del impuesto al consumo es menor.

#### *d) Eficiencia del impuesto al consumo*

Existe amplio consenso entre los economistas de la superioridad que tiene el impuesto base consumo por sobre el impuesto a la renta. En efecto, en un modelo dinámico de equilibrio general calibrado para los EE.UU., Auerbach y Kotlikoff (1987) muestran que al sustituir un impuesto a la renta de 15% por un impuesto al consumo de 18% (manteniendo así la recaudación), el nuevo equilibrio de largo plazo resulta en una tasa de ahorro un 18% superior, con un impacto transitorio inmediato en la tasa de ahorro que se duplica en los primeros años de la transición debido al fuerte incentivo a ahorrar y acumular capital que produce este cambio de impuestos. Adicionalmente, un mayor nivel de capital físico en el nuevo estado estacionario de 24% genera un salario real un 6% mayor que en el caso de impuesto a la renta por la mayor productividad marginal de la mano de obra resultante del mayor nivel de capital.<sup>3</sup> Por lo tanto, el impuesto al consumo estimula en mayor medida el crecimiento económico ya que no reduce la rentabilidad esperada del ahorro.

### **A.2 Siete implicancias del análisis anterior**

La primera implicancia es que el impuesto al consumo no grava ingresos o rentabilidades de los activos, sino el consumo. No corresponde decir que al replicar desde el sistema financiero y de mercado de capitales el impuesto de base consumo se está “diferiendo” el impuesto a la renta. En realidad lo que ocurre es que se cambia la base impositiva y no se grava la renta. El impuesto a las ganancias de capital, a los dividendos y a los intereses, grava el retorno de los instrumentos de ahorro e implica por tanto una reducción de la rentabilidad esperada del ahorro. Ello reduce el ahorro neto en relación al más eficiente impuesto al consumo, distorsionando la asignación intertemporal de recursos de capital y por ende las tasas de equilibrio de ahorro, inversión, stock de capital y salarios. Al deducir de la base imponible los ahorros y gravar los retiros, se grava el consumo y no el ahorro ni su rentabilidad.

---

<sup>3</sup> Alan Auerbach y Larry Kotlikoff, *Dynamic Fiscal Policy*. Cambridge University Press, 1987, tabla 5.2.

La segunda implicancia del análisis anterior dice relación con el IVA a las comisiones en el sector financiero. Nuestro modo de aplicar el IVA crea distorsiones artificiales entre distintos modos de intermediar servicios financieros. El “spread” bancario y la prima de seguros no pagan IVA, pero sí pagan las comisiones de los fondos mutuos y de inversión. La comisión de los fondos es análoga al “spread” bancario. La comisión sobre el fondo mutuo representa la diferencia entre el valor de los activos invertidos y lo que recibe el ahorrante, análogo a las colocaciones y captaciones de la banca. La misma distorsión ocurre con el IVA a las comisiones de los corredores y otros intermediarios (intermediarios en bolsa y/o OTC). El IVA sobre las comisiones, tanto de fondos como de transacciones de los corredores, es un recargo impositivo que afecta la rentabilidad del ahorrante y por ende no es consistente con el impuesto de base consumo. Nuestro sistema IVA deja exento bienes y servicios que son claramente consumo (como el transporte de pasajeros) y grava servicios que son parte de la función de producción de la rentabilidad de los activos, como los mencionados arriba.

Una tercera implicancia es especial para las ganancias de capital de las acciones de sociedades anónimas. En este caso el problema es aún más grave puesto que la ganancia de capital ni siquiera es renta, sino el reflejo en el mercado de capitales de las expectativas de los actores acerca de cómo creen evolucionará la renta (utilidades) en el futuro. Por ello el doble impuesto al ahorro se vuelve aún más distorsionador al gravar una adición de valor que no es renta. Este elemento es especialmente grave para la industria de capital de riesgo (puesta en marcha y consolidación de empresas emergentes) puesto que la adición de valor ocurre principalmente como ganancia de capital (véase anexo B). Nuestro sistema tributario deja exenta rentas que se reflejan en ganancias de capital, como las ganancias por ventas no habituales de los bienes raíces, y grava como si fueran renta otras ganancias de capital que no lo son, como las que se originan en ventas de acciones de sociedades anónimas.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Véase Arrau, Patricio (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*, CEP, abril 2001.

Una cuarta y muy compleja implicancia de replicar el impuesto base consumo a través de deducciones de la base imponible dice relación con que no todo retiro de activos financieros está destinado a consumirse. Tal es el caso de retiros para financiar educación (propia o de los hijos), capacitación, una enfermedad catastrófica, etc. A nivel de empresas nuestro sistema tributario devuelve el IVA de inversiones y acepta como gasto su depreciación. Sin embargo, nuestro sistema tributario no acepta las inversiones en capital humano como una inversión personal destinada a obtener en el futuro rentas (y consumo) adicional.<sup>5</sup>

Quinta implicancia, derivada de la anterior, es que nuestro sistema tributario grava en forma instantánea consumos que son diferidos en el tiempo, cual es el caso de la compra de una primera o segunda vivienda, que se “consume”, por ejemplo, a lo largo de 30 años. En el caso de los empresarios que consumen un bien durable en sus empresas (ocupan un automóvil o bien tienen su propia casa en sus sociedades inmobiliarias o de inversión), el SII rechaza el gasto para efectos del impuesto de la empresa, pero permite gravar al empresario mediante el sistema de renta presunta, es decir, en forma gradual en el tiempo. Las personas, por su parte, son gravadas en forma instantánea, por ejemplo, al hacer un retiro del ahorro voluntario para la vejez con el propósito de entregar el pie de una vivienda.

Una sexta implicancia es el trato asimétrico que tienen las personas con las ganancias y pérdidas de capital. Las empresas (y los empresarios que administran su patrimonio personal en sociedades de inversión) pueden compensar pérdidas y ganancias de un año al otro, mediante el sistema FUT, y pueden compensar directamente pérdidas y ganancias de distintos instrumentos en un mismo año previo al pago de impuestos de los distintos instrumentos. A las personas se les grava las ganancias y no se les descuentan las pérdidas de distintos instrumentos. Menos pueden arrastrarlas de un año a otro como ocurre en muchos países.<sup>6</sup>

Finalmente, la séptima implicancia del marco conceptual desarrollado aquí es que nuestro sistema tributario tiene impuestos a las transacciones financieras (timbres

---

<sup>5</sup> Arrau (2001), op.cit.

<sup>6</sup> Véase Gerens (2001), op.cit.

y estampillas, cheques, retiros de cajero automático, cargos electrónicos en cuenta corriente, etc.) que no tienen ninguna justificación económica, ni de base renta ni de base consumo, y retardan severamente el incremento de modos eficientes de transacciones de medios de pagos electrónicos, a favor de los modos ineficientes como el cheque (véase anexo E y propuestas de la sección 3.3).

## Anexo B

# Industria de Capital de Riesgo en Chile<sup>a</sup>

---

<sup>a</sup> Original, 30 de enero de 2002. Revisada por errores de edición el 12 de abril de 2002.

En este anexo se presentan los principales aspectos que han caracterizado la evolución de la industria del capital de riesgo en Chile.

En primer término, a modo de antecedente esencial, se presenta el sistema de los EE.UU., inventores de este modo de financiamiento, enfatizando los incentivos que se han implementado para desarrollar la industria en los últimos 20 años. Para visualizar la tendencia de reformas que se observa hoy en EE.UU., el anexo concluye con la exposición de dos propuestas de reforma a la normativa presentadas durante el 2001 y que actualmente se encuentran en trámite legislativo.

En la segunda parte se presenta la experiencia chilena. Se hace un seguimiento a la normativa para el período 1989-2000 de modo de entender por qué esta forma de financiamiento empresarial no se ha desarrollado en nuestro país. Posteriormente se presentan y analizan las reformas, pertinentes para esta industria, realizadas al amparo de la Reforma del Mercado de Capitales I.

## B.1 La industria del capital de riesgo en EE.UU.

Durante los últimos 20 años el gobierno de EE.UU. ha utilizado diferentes mecanismos, tanto tributarios como aportes con fondos públicos, para incentivar el desarrollo de la industria de capital de riesgo. En particular, las últimas modificaciones tributarias fueron realizadas en los años 1993, 1997 y 1998, encontrándose actualmente en el Congreso nuevas modificaciones de carácter tributario. Las perspectivas indican que se continuarán aumentando los incentivos tributarios debido a la creciente importancia que el gobierno y legisladores le otorgan a esta industria como motor de creación de empleos, innovación tecnológica y crecimiento económico.

En lo que sigue se resumen brevemente las características generales de la industria, se analizan los incentivos tributarios aprobados en 1993, 1997 y 1998 y, finalmente, se presentan las nuevas propuestas de reforma al sistema tributario actualmente en trámite legislativo.

## B.1.1 Características generales de la industria

El capital de riesgo (clásico) surge en EE.UU. como una fuente de financiamiento para crear nuevos productos o iniciar empresas. 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). La expresión “venture capital” también incluye inversiones en etapas avanzadas del ciclo de vida de las empresas, incluido el proceso de modernización de grandes empresas familiares para abrirlas a la bolsa. Sin embargo, a estas inversiones se les llama “development capital” o “merchant capital” y son de menor riesgo y más parecidas a las inversiones de nuestros FIDEs. En lo que sigue se utiliza la expresión capital de riesgo para la versión clásica.

En un contrato de capital de riesgo intervienen tres partes. Los aportantes son los “Limited Partners”, las administradoras, que son los “General Partners”, y los gestores de los proyectos que son los empresarios o emprendedores.

El estudio de la industria de capital de riesgo de los EE.UU. lleva a la conclusión de que los problemas de gestión son de primer orden para el éxito de los proyectos. Por ello, los contratos entre los distintos participantes de la industria son extremadamente sofisticados de manera de aminorar este riesgo.

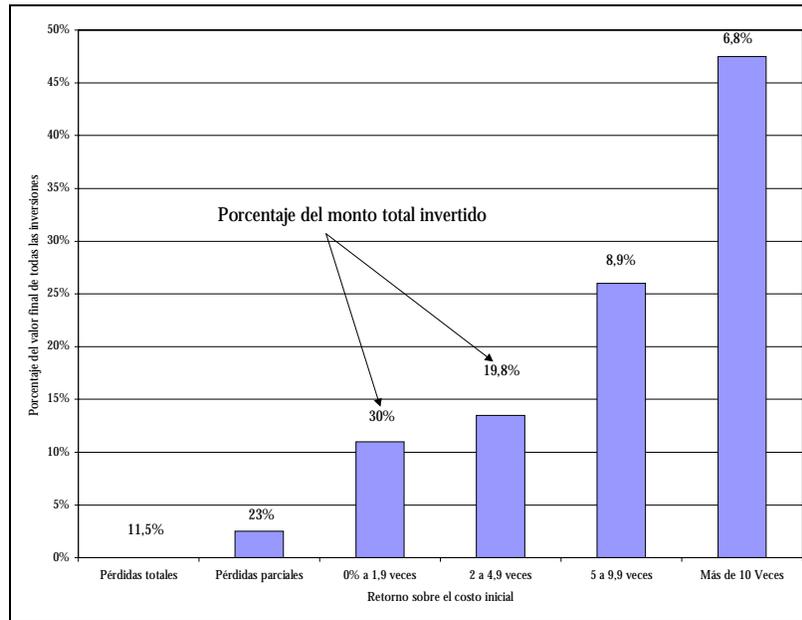
El ingreso de los fondos (“Limited Partnership”) no está sujeto a impuestos corporativos, sino que es tributable el ingreso de los aportantes individuales. Además, las administradoras pueden distribuir acciones o valores sin desencadenar de inmediato un reconocimiento de ingreso tributable. Es decir, en la industria de capital de riesgo de EE.UU., la ganancia o pérdida sobre los activos subyacentes son reconocidas sólo cuando los activos son vendidos y no cuando el fondo termina. Para acceder a este tratamiento tributario los fondos de capital de riesgo deben cumplir los siguientes requisitos:

- La vida del fondo debe tener una fecha de término establecida antes que se firme el contrato entre aportantes y administradores.
- La transferencia de unidades o cuotas del fondo está restringida. A diferencia de otros valores registrados, ellos no pueden ser fácilmente comprados y vendidos si se quiere acceder a los beneficios tributarios y solo se beneficia el primer inversionista.
- Está prohibido el retiro de los socios antes de la fecha de término del fondo (las cuotas del fondo no son rescatables).
- Los aportantes no pueden participar en la administración activa del fondo si su responsabilidad está limitada al monto de sus aportes, ni estar relacionados con los administradores.

Finalmente, como su nombre lo indica, los proyectos de capital de riesgo son riesgosos, razón por la cual sus retornos deben ser altos. La experiencia de los EE.UU. sugiere un retorno promedio del orden de 25%. Puesto que el porcentaje de proyectos que falla es muy alto, el retorno promedio de 25% se obtiene con retornos esperados muy superiores. A saber, los proyectos que se aprueban tienen TIR esperadas entre 40% y 70%, de modo que los proyectos exitosos compensen a los fracasos.

Como muestra la figura B.1, cerca del 30% de la inversión en proyectos se traduce en pérdidas, otro 30% apenas recupera el capital y el resto multiplica entre 2 y 10 veces el capital

**Figura B.1**  
**Resultados Industria de Capital de Riesgo**



Fuente: Sahlman (1990).<sup>1</sup>

## B.1.2 Evolución de la industria de capital de riesgo y el impuesto a las ganancias de capital

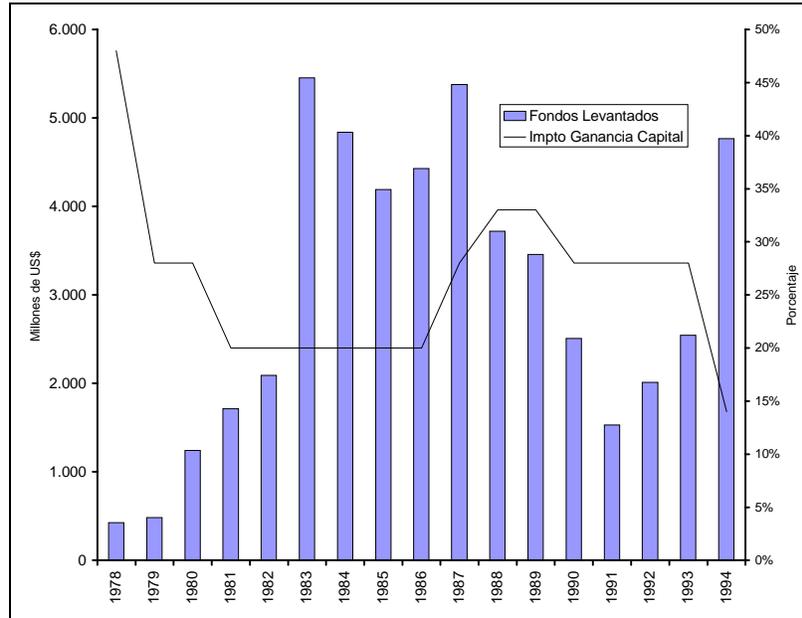
Las figuras B.2 y B.3 muestran una gran correlación inversa entre el impuesto a las ganancias de capital y los fondos levantados para capital de riesgo, lo que explica, junto con otras variables, que los fondos levantados crecieran significativamente entre principios de los ochenta y fines de los noventa. De acuerdo a Gompers y Lerner (1999), la rebaja en la tasa de impuestos a la ganancia de capital desplaza tanto la oferta de fondos de capital de riesgo como la demanda por ellos.<sup>2</sup> La oferta se incrementa al mejorar la rentabilidad esperada del inversionista final. El incremento en la demanda obedece al mayor interés de los innovadores por abandonar su trabajo como empleados y emprender nuevos proyectos, puesto que la principal compensación para ellos viene del crecimiento

<sup>1</sup> Sahlman (1990), "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", *Journal of Financial Economics* 27.

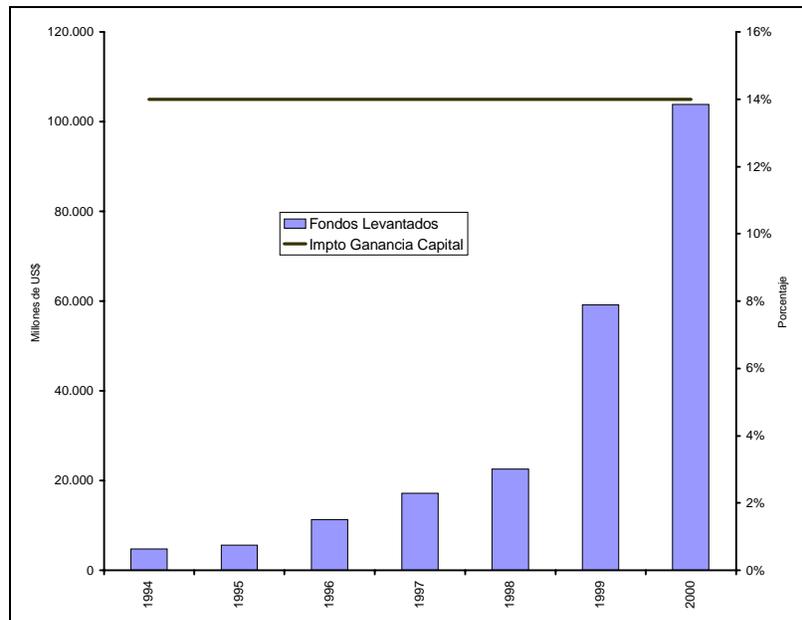
<sup>2</sup> Gompers, Paul and Josh Lerner (1999), "What Drives Venture Capital Fundraising", Working Paper 6909, National Bureau of Economic Research. Estos autores testean empíricamente la hipótesis de demanda desarrollada por James Poterba.

de valor de su proyecto (ganancia de capital). Los autores mencionados prueban que este segundo efecto es de gran importancia.

**Figura B.2**  
Evolución Industria de Capital de Riesgo en EE.UU.



**Figura B.3**  
Evolución Industria de Capital de Riesgo en EE.UU.



Fuente: Gompers, Paul A. and Josh Lerner (1999) y National Venture Capital Association.

Adicionalmente, el espectacular crecimiento indicado se debió a los siguientes dos factores:

- El estado de progreso de la revolución del PC que generó a principios de los 80 una dinámica de inversión en innovación y tecnología. Lo mismo es cierto para la revolución de Internet en el segundo quinquenio de los 90.
- Los cambios en las regulaciones del gobierno a las inversiones de los fondos de pensiones en 1979, que impulsó la oferta de fondos. Este cambio enfatizó que las inversiones apropiadas de los fondos de pensiones deben ser juzgadas respecto a la diversificación de todo el portafolio del fondo y no respecto a cada inversión específica. Posteriormente, en 1980 se enfatizó que la inversión de los activos del plan de beneficios del empleo en pequeñas empresas y el capital de riesgo per se, no debe ser considerada imprudente.

No obstante este último punto, es importante destacar aquí que según Bygrave y Timmons (1992) la entrada de los fondos de pensiones han sesgado la inversión hacia empresas en etapas más avanzadas de desarrollo, reduciendo la iniciación de empresas (“starts-up”) y sustituyéndola por el capital mercantilista (“merchant capital”) hacia fines de los ochenta. Estos autores recomiendan evitar a los fondos institucionales como principal financista de capital de riesgo clásico, puesto que consideran que el capital de riesgo y los fondos institucionales son un “matrimonio frustrado”.<sup>3</sup> Si esto es válido para los fondos de pensiones voluntarios, aún más cierto debe ser para los fondos de pensiones obligatorios.

En todo caso, la relación inversa entre impuestos y fondos es evidente. El impuesto a la ganancia de capital se bajó a un 20% en 1981 lo que apoyó e impulsó la revolución del PC. Posteriormente, el incremento del impuesto de 1987, afecta la capacidad para levantar fondos a partir de ese año.

---

<sup>3</sup> Bygrave, William D. and Jeffrey A. Timmons (1992), “Venture Capital at the Crossroads”, Harvard Business School Press.

A continuación se presentan los principales incentivos tributarios para la industria de capital de riesgo y sus modificaciones en los EE.UU. a partir de 1993.

*i) “The Clinton’s Tax Act” (1993)*

El denominado “Clinton’s Tax Act” aprobado en agosto de 1993 incluyó la nueva sección 1202 en el Internal Revenue Code (IRC). Esta modificación redujo en un 50% la tasa de impuesto a la ganancia de capital de contribuyentes diferentes de las “Corporations”, rebajando así la tasa efectiva desde un 28% a un 14%.<sup>4</sup> Este fue el primer cambio en la legislación sobre ganancias de capital desde que la ley cambió en 1986.

Las inversiones se deben realizar en las empresas elegibles, denominadas QSB (Qualified Small Trade Or Business), las que deben reunir una serie de características, destacando las siguientes:

- La empresa debe tener un total de activos inferior o igual a US\$ 50 millones.
- Los rubros que no califican son finanzas, agricultura, minería, hoteles y restaurantes, cualquier negocio que actúe en los campos de la contabilidad, seguros, arquitectura, “athletics”, corredor de valores, consultoría, ingeniería, derecho, salud, arte y cualquier negocio en donde su activo principal es la reputación o habilidades de uno o más de sus empleados.
- La empresa debe o deberá utilizar un mínimo del 80% de sus activos en los rubros calificados.

---

<sup>4</sup> Una “Corporation” es una asociación de individuos creado por la ley y que existe como entidad autónoma con poderes y obligaciones independientes de sus accionistas. En una C-Corporation los impuestos se pagan doblemente, a nivel de la empresa (impuestos federales sobre las utilidades) y a nivel de los accionistas (impuesto sobre los dividendos). Una S-Corporation no paga impuestos federales y los impuestos sobre las utilidades son aplicables directamente a nivel de los accionistas. En general, la estructura de C-Corporations es utilizada por grandes empresas y solo algunas pequeñas empresas. Al contrario, la S-Corporation es más utilizada por pequeñas empresas. También existen para empresas aún más pequeñas las estructuras de partnership (general and limited), limited liability companies (LLC) y sole-proprietorship. Al igual que en las S-Corporations, no hay impuestos a las empresas, sólo a sus dueños. Todo contribuyente distinto de una “C o S Corporation” califica para este beneficio, es decir, general and limited partnerships, LLC, sole-proprietorships y personas naturales.

- La empresa que emite las acciones debe ser una “C-Corporation” doméstica.
- La reducción del impuesto se hará efectiva al nivel del accionista sólo si se mantiene el activo por cinco años o más y sólo para el accionista que adquiere la acción en su emisión primaria.
- El título debe haber sido originalmente emitido después del 10 de agosto de 1993.
- Este beneficio será efectivo sobre la mayor ganancia de capital entre el equivalente a 10 veces el valor del activo original y US\$ 10 millones, límite que es aplicable en forma separada para cada contribuyente que mantenga participación en un fondo.

## *ii) Nuevos cambios tributarios (1997)*

La administración Clinton decidió impulsar en 1997 una nueva rebaja al impuesto general de ganancias de capital, promulgando “The Taxpayer Relief Act” de ese año. Esta reforma rebajó los impuestos a las ganancias de capital para contribuyentes diferentes a las “C-Corporations” e hizo depender la tasa de acuerdo al período de mantención de la inversión. Para acogerse a la rebaja de impuestos, con una tasa máxima de 20%, se obliga al contribuyente a mantener el activo por un período de 18 meses<sup>5</sup>, mientras que los activos que se mantienen por más de 5 años (adquiridos después del año 2000) tendrán como tasa máxima un 18%.

Esta rebaja de 28% a 20% para la tasa máxima no se aplica al beneficio descrito en el punto anterior de la sección 1202, por lo que las QSB quedaron afectas al 14%

El cuadro B.1 resume los impuestos descritos precedentemente.

---

<sup>5</sup> Este período se rebajó posteriormente a 12 meses en el “IRS Restructuring and Reform Act of 1998”.

### Cuadro B.1

#### Impuesto a las Ganancias de Capital para contribuyentes Non-Corporates

| Ganancia de capital | Tiempo de mantención del título | Tasa de impuestos aplicable                                    |                          |
|---------------------|---------------------------------|--|--------------------------|
|                     |                                 | Antes de 1997  | Después de 1997          |
| Corto plazo         | Un año o menos                  | La misma tasa usada para una renta ordinaria (15% hasta 39.6%) |                          |
| Largo Plazo         | Más de un año                   | 15% o 28% según el tramo                                       | 10% o 20% según el tramo |

Fuente: Elaboración propia

#### *iii) Nuevas Reformas de Apoyo a la Industria de capital de riesgo (1998)*

“The Internal Revenue Service (IRS) Restructuring and Reform Act of 1998” contiene modificaciones que continuaron en la senda de incentivar el desarrollo de la industria. En efecto, la sección 1045 del IRC hace mención a la capacidad de los inversionistas de diferir el pago de sus impuestos a las ganancias de capital (“roll over”) si éstos reinvierten los fondos liquidados en nuevos títulos que cumplan con la definición de QSB. El inversionista debe mantener en su poder el título por un mínimo de 6 meses y tendrá un período máximo de 60 días para reinvertir en una QSB, y así posponer el pago parcial o total de impuestos a las ganancias de capital. Hasta antes de la modificación de 1998, este beneficio era aplicable sólo para inversionistas individuales que actuaban directamente.

La modificación de esta sección amplió el espectro de aplicación al permitir acceder indirectamente a los inversionistas vía fondos de capital de riesgo o fondos de “private equity”. De este modo, los inversionistas de fondos de capital de riesgo obtienen mayor facilidad para beneficiarse de títulos y/o participaciones en empresas sin declarar impuestos sobre ganancias de capital. En general, no existe límite en cuanto a la cantidad de veces que la inversión puede ser reinvertida sujeto a que la reinversión se haga en un QSB.

*iv) Propuestas en discusión parlamentaria*

En Junio del 2001 los senadores Joseph Lieberman (demócrata) y Orrin Hatch (republicano) propusieron un proyecto de ley (S.1134) a la Cámara de Representantes destinado a flexibilizar y ampliar aún más los incentivos tributarios para la industria del capital de riesgo.

Los cambios propuestos son:

- Excluir completamente a las empresas calificadas de impuestos a la ganancia de capital y no solo el 50% de la ganancia, bajando a cero por ciento el impuesto a la ganancia de capital para las QSB.
- Incluir las Corporations (ambas, tipo C o S) en el beneficio tributario de la sección 1202.
- Incrementar el techo de activos bajo la definición de “small corporation” a US\$ 300 millones ajustado por inflación en el futuro.
- Reducción del período de mantención del activo a 3 años para calificar.
- Eliminación del monto máximo acogible al beneficio (10 veces el activo base o US\$ 10 millones).
- Ampliar la definición de “qualified small trade or business” al eliminar la exclusión para negocios de hoteles, moteles, restaurantes o similares.

Por otro lado, la senadora republicana Susan Collins propuso un paquete de reformas (S.455) que apunta en la misma dirección que el proyecto Lieberman-Hatch, aunque con ciertas diferencias. Coincide en la reducción del período de mantención de 5 a 3 años, sin embargo, propone una disminución de un 75% en la tasa de impuesto a la ganancia de capital en lugar de su eliminación. Por otro lado, propone excluir de la categoría QSB a los sectores de acuicultura y

biotecnología e incluir al mismo tiempo las empresas cuyo principal activo, durante un período temporal, sea la habilidad o reputación de uno de sus empleados.

Los impuestos a las ganancias de capital bajo la sección 1202 están afectos a una tasa de impuestos de 28%. El “Taxpayer Act Relief” de 1997 redujo la tasa máxima de ganancia de capital para personas naturales a un 20%, sin embargo no hubo cambios con respecto a la sección 1202, quedando las empresas catalogadas QSB sujetas a una tasa máxima de 28%. La propuesta considera incorporar a la sección 1202 en esta rebaja tributaria, por lo que esta propuesta reduce efectivamente a 5% el impuesto.

El cuadro B.2: resume las propuestas de los legisladores citados.

**Cuadro B.2**  
**Comparación Sistema Actual versus Propuestas**

| Propuesta   | Sistema Actual                            | Propuesta Lieberman                 | Propuesta Collins   |
|---|---|-------------------------------------|---|
| Disminución impuesto                                    | 50%, tasa efectiva<br>14%                 | 100%, tasa efectiva<br>0%           | 75%, tasa efectiva 5%   |
| Límite de monto de activos                              | US\$ 50 millones                          | US\$ 300 millones                   | US\$ 50 millones  |
| Período de mantención del activo                        | 5 años                                    | 3 años                              | 3 años  |
| Monto acogible al beneficio                             | 10x el activo original o US\$ 10 millones | Sin restricción                     | 10x el activo original o US\$ 10 mill. (US\$ 20 mill. en caso declaración de joint returns) |
| Período de reinversión (“roll over) (sección 1045, IRC) | 60 días                                   | 180días                             | 180 días  |
| Alcance del beneficio                                   | Contribuyentes que no sean “Corporations” | Todos, incluidas las “Corporations” | Contribuyentes que no sean “Corporations”   |

Fuente: Elaboración propia

## B.2 El capital de riesgo en Chile<sup>6</sup>

### B.2.1 Antecedentes

La experiencia de Chile para desarrollar la industria de capital de riesgo ha tenido dos intentos frustrados. El proceso partió con la Ley N° 18.815, de julio de 1989, que dio vida a tres tipos de fondos de inversión no rescatables, cuyas cuotas de participación podrían servir de instrumento de inversión de los fondos de pensiones. A saber, Fondos de Inversión Mobiliarios (FIM), Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII) y Fondos de inversión de Capital de Riesgo (FCR), los que pueden mantener inversiones en instrumentos de deuda y de capital emitidos por sociedades cerradas, no inscritas en el Registro de Valores.

A 3 años de la citada Ley, sólo se habían formado dos FCR, los que no invertían en capital de riesgo clásico debido a problemas de la Ley, a la falta de know-how para realizar este tipo de inversiones y a las bajas comisiones de administración.

El segundo intento por desarrollar la industria en Chile se produce entre los años 1994 y 1995 con las leyes N° 19.301 y N° 19.389 que modificaron la Ley N° 18.815. En particular, dicha normativa flexibilizó algunas normas de los FCR y crea los Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo (FICER). Esta reforma reconoce la dificultad de financiar capital de riesgo clásico con fondos de pensiones y cambia el nombre de los FCR a fondos de desarrollo de empresas (FIDE). Aquí se impulsa por tanto la versión de “venture capital” que llamamos “development” o “merchant capital” y no el capital de riesgo.

Posteriormente, en 1995 CORFO implementó un programa de cuasi-capital para los FIDE, el que aún continúa vigente. El objetivo del programa es el incentivar el desarrollo del capital de riesgo, entendiéndose por tal el financiamiento a pequeñas y medianas empresas, ya sea vía aportes de capital o préstamos convertibles en acciones. Para ello CORFO ofrece desde 1995 créditos de largo plazo a los Fondos de Inversión regidos por la Ley 18.815.

---

<sup>6</sup> Para mayor detalle véase Gerens (2001), “Perspectivas de la Industria de Capital de Riesgo en Chile”, trabajo elaborado a solicitud de BSCH.

No obstante los esfuerzos por mejorar la legislación y el programa de cuasi-capital de CORFO, hablamos de dos intentos frustrados ya que persistieron, entre otros, problemas con la valoración de las cuotas, inflexibilidades para el diseño de contratos (por ejemplo, el límite de 40% de la propiedad de los proyectos o empresas), bajas comisiones para las administradoras, límite máximo para aportantes (25%), administradoras pasivas en la gestión de los proyectos, etc.<sup>7</sup> En suma, un exceso de regulación para proteger a los fondos de pensiones.

La conclusión básica de los puntos anteriores es que los intentos de estimular la industria de capital de riesgo en Chile han tenido una falla originaria básica: las reformas legales han estado orientadas a ofrecer nuevos instrumentos de inversión para los fondos de pensiones y no han estado motivadas por el objetivo de generar una industria de financiamiento de nuevas empresas o en etapas tempranas de desarrollo. Como dice Bygrave y Timmons (op.cit), “fondos de pensiones y el capital de riesgo son un matrimonio frustrado”. Si bien dicha frase puede ser exagerada, los fondos de pensiones no pueden ser el aportante dominante de la industria de capital de riesgo clásica, puesto que necesariamente terminarán sesgando las inversiones en contra de empresas nuevas e inversiones en etapas tempranas. Ello es especialmente cierto cuando se trata de fondos obligatorios, como es el caso de Chile. Además, la predominancia de los fondos de pensiones genera una carga regulatoria excesiva y menores comisiones, lo que impide un involucramiento activo en la administración de los proyectos.

## B.2.2 Reformas recientes

Aceptando el anterior diagnóstico, el gobierno ha realizado una importante reforma legal a la Ley de fondos de inversión en diciembre del año 2000.

La nueva normativa (incluida en la llamada Ley de OPAS) introdujo a la Ley 18.815 la regulación de los fondos de inversión privados. Son fondos de inversión privados aquellos que se forman por aportes de personas o entidades, Administradoras de Fondos de Inversión (AFI) o por sociedades anónimas

---

<sup>7</sup> Para mayor detalle respecto de los problemas que persisten véase Gerens (2001), op. cit.

cerradas, por cuenta y riesgo de sus aportantes y que no hacen oferta pública de sus valores. Una de las principales características de estos fondos es que éstos se deben regular exclusivamente por las cláusulas de sus reglamentos internos. Es decir, por primera vez en Chile es posible utilizar el vehículo de administradora y fondos (“general-limited partnership”) libre de toda regulación y sólo sujeto a los acuerdos privados de las partes.

Por otro lado, en noviembre de 2001 el gobierno promulgó la llamada Ley de Mercado de Capitales I, impulsando la creación de una bolsa en donde se puedan transar valores de empresas emergentes y de altas perspectivas de desarrollo. Esta reforma deja exento de impuesto a las ganancias de capital realizadas en esta bolsa durante un lapso de tres años, intentando mejorar la estrategia de salida de los inversionistas especializados en desarrollar proyectos innovadores. Sin embargo, este beneficio es muy insuficiente y requiere un nuevo estímulo

En efecto, bajo el esquema aprobado, las acciones de empresas emergentes quedarán exentas de pagar el impuesto a la ganancia de capital cuando materialice dicha ganancia (venta en bolsa). Sin embargo, cuando el fondo distribuya el retorno a los tenedores de cuotas, estos deberán pagar el impuesto a la ganancia de capital, situación que desincentivará la inversión en cuotas de fondos de inversión privados. Se requiere una pequeña modificación en la Ley de la Renta para que este beneficio propio de las acciones emitidas en la bolsa emergente sea extendido a aquellos financistas que financiaron estas empresas a través de fondos de inversión. Los fondos deben ser un vehículo neutral desde el punto de vista de los beneficios tributarios de los instrumentos subyacentes que estos financian, tal como ocurre en EE.UU. Asimismo, es necesario volver a la versión implícita en el proyecto enviado en abril del 2001, modificada y limitada posteriormente. A saber, la exención del impuesto a la ganancia de capital se limitó a los tres años que comienzan con la apertura de la empresa en la bolsa emergente, pero no incluye el crecimiento de valor desde que la empresa se crea hasta que se coloca en bolsa, que es el momento de la mayor creación de valor.

A modo de ejemplo, para apreciar la importancia de las ganancias de capital, el cuadro B.3 muestra tres de las principales aperturas en bolsa en los Estados

Unidos en los ochenta (Apple, Microsoft y Oracle) y tres de las principales aperturas en bolsa en los noventa (Amazon.com, Netscape y Yahoo). Se incluye la participación en la empresa que mantuvo el principal ejecutivo o creador junto a los ejecutivos que lo acompañaron y los valores de la compañía y del ejecutivo principal. Por ejemplo, Bill Gates mantuvo un 40,2% de la compañía en su poder cuando ésta se abrió en bolsa en marzo de 1986, con una participación conjunta con los otros ejecutivos de la compañía de 71,2%. El valor total de la compañía se incrementó desde US\$ 72 millones pre apertura a US\$ 587 millones post apertura. Es decir, se colocó en este último valor y tenía un valor contable del primer valor. Si se aplica la normativa chilena a este caso, Bill Gates debería pagar impuestos por la diferencia entre US\$ 236 millones y US\$ 32 millones, a tasas personales de 43%. Ello es absurdo. Con la normativa tal como estaba en el proyecto de abril de 2001, Bill Gates estaría exento por esta creación de riqueza inicial, aunque pagaría impuestos por los dividendos y remuneraciones que reciba de la empresa en su calidad de ejecutivo. En EE.UU. le corresponde un 20% de impuesto.

El caso de Jim Clark es aún más impresionante. En sólo 18 meses su patrimonio personal subió de US\$ 5,6 millones a US\$ 273 millones desde que fundó Netscape en abril de 1994 hasta que la llevó a bolsa. En el caso de Jim Clark, en EE.UU. le corresponde un 14% de impuesto, pero en Chile habría pagado 43%.

Profundicemos este último ejemplo para analizar que ocurriría a los capitalistas de riesgo de Jim Clark en Chile y en EE.UU. En el caso de los capitalistas de riesgo que financiaron a Jim Clark, éstos se quedaron con 23,1% post apertura. Es decir, el valor de las acciones de los capitalistas de riesgo llegó a valorarse en US\$ 247 millones post apertura ( $0,231 \times 1.070$ ), pero contablemente estaban registradas a sólo US\$ 4,3 millones ( $0,231 \times 18,7$ ). Según la normativa chilena, los capitalistas de riesgo deberían pagar un 43% de esta diferencia de valor cuando se liquide el fondo. Esto sería así puesto que no está exenta la creación de valor previo a la apertura, por una parte, y también por el hecho de que al liquidarse el fondo no se reconoce la exención de la acción subyacente para los dueños de cuotas del fondo. El fondo no es un vehículo neutral para pasar a los inversionistas los beneficios del activo subyacente. Adicionalmente, si el fondo

distribuye las acciones, el SII interpreta ese pago como una enajenación y grava el mayor valor con impuesto a las ganancias de capital, aún si el activo entregado tiene el beneficio. Por último, en el caso en que el activo subyacente no esté exento, el SII no permite posponer el pago hasta la enajenación definitiva de las acciones. En EE.UU. los capitalistas de riesgo sí pueden posponer hasta la enajenación final y sólo pagarían el 14%.

Cuadro B.3

Valor de compañías seleccionadas pre y post apertura en bolsa y participación de ejecutivos

| Compañía y Fundador | Fecha Creación | Fecha Apertura | Participación de Ejecutivos y Empleados Fundadores(%) <sup>a</sup> |               | Valor Compañía (Millones US\$) |               | Valor Participación Ejecutivos y Empleados Fundadores (Mill. US\$) <sup>b</sup> |               |
|---------------------|----------------|----------------|--|---------------|--------------------------------|---------------|---|---------------|
|                     |                |                | Pre Apertura   | Post Apertura | Pre Apertura                   | Post Apertura | Pre Apertura  | Post Apertura |
|                     | (1)            | (2)            | (3)  | (4)           | (5)                            | (6)           | (7)=(3)x(5)   | (8)=(2)x(6)   |
| Apple               | Enero 1977     | Diciembre 1980 | 48,7%  | 43,4%         | n.d.                           | 1.379,9       | n.d.  | 598,9         |
| Steve Jobs          |                |                | 13,5%  | 12,0%         |                                |               | n.d.  | 165,6         |
| Microsoft           | 1975           | Marzo 1986     | 78,3%  | 71,2%         | 71,8                           | 586,7         | 56,3  | 417,7         |
| Bill Gates          |                |                | 44,2%  | 40,2%         |                                |               | 31,8  | 235,8         |
| Oracle              | Junio 1977     | Marzo 1986     | 53,4%  | 47,9%         | 9,5                            | 251,4         | 5,1   | 120,4         |
| Larry Ellison       |                |                | 30,6%  | 27,5%         |                                |               | 2,9   | 69,1          |
| Amazon.com          | Julio 1994     | Mayo 1997      | 31,2%  | 28,2%         | 3,4                            | 632,0         | 1,1   | 178,2         |
| Jeffrey Bezos       |                |                | 31,2%  | 28,2%         |                                |               | 1,1   | 178,2         |
| Netscape            | Abril 1994     | Agosto 1995    | 53,4%  | 45,4%         | 18,7                           | 1.069,5       | 10,0  | 485,6         |
| Jim Clark           |                |                | 30,0%  | 25,5%         |                                |               | 5,6   | 272,7         |
| Yahoo               | Marzo 1995     | Abril 1996     | 26,5%  | 24,4%         | 5,5                            | 481,5         | 1,4   | 117,5         |
| Jerry Yang          |                |                | 11,8%  | 10,8%         |                                |               | 0,6   | 52,0          |

Fuente: Saratoga Tables excepto valor compañía pre-apertura, donde se utiliza el valor del capital ("net worth") según prospecto de apertura de la SEC (Security Exchange Commission).

(a) Frente a la fila con el nombre de la compañía, se incluye el porcentaje de participación de todos los ejecutivos y empleados fundadores. Bajo ese guarismo, se encuentra el porcentaje de participación del ejecutivo fundador..

(b) Frente a la fila con el nombre de la compañía, se incluye el valor de la participación de todos los ejecutivos y empleados fundadores. Bajo ese guarismo, se encuentra el valor de la participación del ejecutivo fundador.

En otro ámbito, al permitir la Ley la existencia de fondos privados de capital de riesgo, CORFO adecuó su normativa para que tales préstamos se le hicieran extensivos. Los requisitos que los fondos privados deben cumplir para acceder a los fondos de cuasi-capital son los siguientes.

(i) Tanto los fondos abiertos como los privados, deberán contar en sus reglamentos internos políticas de inversión en empresas que cumplan con los siguientes requisitos:

- Las inversiones se deben realizar en empresas que sean sociedades anónimas legalmente constituidas en Chile con un patrimonio no superior a UF 500.000.

- Las empresas elegibles pueden ser de cualquier sector económico con excepción de: empresas inmobiliarias, financieras<sup>8</sup> o de servicios financieros<sup>9</sup>, sociedades de inversión, dedicadas a la fabricación y comercialización de armamentos y empresas en cuyos procesos productivos o cuyos productos fabricados no cumplen con la normativa ambiental vigente<sup>10</sup>.

(ii) Acreditar, a lo menos, que el 15% del patrimonio de las Administradora esté invertido en cuotas del fondo respectivo o que los aportantes que representen al menos un 25% del fondo, tienen participación accionaria directa o indirecta en la administración en un porcentaje no inferior al 15%. Estos porcentajes con los mínimos indicados deberán ser mantenidos mientras exista saldo deudor del fondo con CORFO.

(iii) Deberán tener un mínimo de 5 aportantes no relacionados directa o indirectamente entre sí, con una participación no inferior al 10% del fondo cada uno, o contar con un inversionista institucional que tenga, a lo menos, una participación del 20% de los aportes del fondo.

(iv) La administradora del fondo debe ser del tipo regulada del artículo 3 de la Ley 18.815, excluyéndose las administradoras del Título VII.

El requisito (i) es análogo al requerido en EE.UU., de que sea un QSB. El requisito (ii) sin embargo contradice a los elementos descritos en esta sección. Ello limita la existencia de fondos privados que realicen capital de riesgo clásico en forma independiente, es decir, sin vinculaciones con los aportantes. Ello es

---

<sup>8</sup> Se entiende para estos efectos a los bancos e instituciones financieras fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y sus empresas filiales o relacionadas.

<sup>9</sup> Empresas de servicios financieros que se dediquen a la intermediación de dinero.

<sup>10</sup> Salvo aquellas empresas en que los aportes o préstamos del fondo contemplen entre sus objetivos financiar las inversiones requeridas para cumplir con la normativa ambiental.

especialmente extraño, pues en el caso de los EE.UU., para acceder a los beneficios tributarios se requiere expresamente que los aportantes no estén en la administración de los fondos. Así se evita en los EE.UU. que se constituyan estructuras de fondos de inversión con el propósito de administrar el patrimonio propio con incentivos tributarios. La restricción (ii) debería ser modificada, por tanto, para permitir el capital de riesgo clásico con profesionales independientes de los aportantes y en forma privada, no regulada.

En segundo lugar, quizás en Chile en este momento no parece sensato que se excluya el sector de servicios financieros (restricción (i)), puesto que es uno de los sectores más dinámicos e innovadores de la economía, donde recién se están levantando las barreras de entrada y se están constituyendo bancos e instituciones especializadas. Lo mismo puede ocurrir con las AFPs, compañías de seguros, administradores de ahorro voluntario para la vejez, etc. Permitir la entrada de instituciones especializadas de hecho es una gran apuesta pro competencia.

Finalmente, la restricción (iv) de arriba está motivada por el temor de CORFO a que proliferen solicitudes de recursos que no puedan controlar, exigiendo por tanto una administradora con un capital mínimo de UF 10.000 y regulada por la SVS<sup>11</sup>. Pretender controlar ex ante con capital no es el modo de hacerlo. CORFO debe evolucionar hacia un sistema como el actual SBIC en los EE.UU., con solicitud de licencia, evaluación del proyecto presentado y reservando cierta discrecionalidad ex post de negar la licencia si el proyecto no es claro en los conflictos de interés.

---

<sup>11</sup> Monto válido para las administradoras que operan con fondos de inversión públicos. Para el caso de los fondos de inversión privados, CORFO exige a la sociedad administradora del fondo un patrimonio no inferior al 2% del préstamo de CORFO, con un mínimo de UF 5.000 y ser: (i) una sociedad anónima abierta, (ii) una sociedad anónima cerrada que acuerde en sus estatutos someterse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas, o bien (iii) una sociedad anónima cerrada que por disposición legal esté obligada a someterse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas.

## Anexo C

Para Desconcentrar los Fondos de Pensiones y  
Aumentar la Competencia en su Administración

# Para desconcentrar los fondos de pensiones y aumentar la competencia en su administración\*

Patricio Arrau Pons\*\*  
Salvador Valdés Prieto\*\*\*

## Resumen

Se argumenta que el ahorro obligatorio tiene un tamaño relativamente alto en Chile, lo que unido a la alta concentración de la industria de AFP, genera un mercado de capitales con una gestión de fondos demasiado concentrada. Para aliviar esto, se propone permitir a cada afiliado, en forma esporádica, una porción del stock de su fondo obligatorio, a los administradores que gestionan el ahorro voluntario para la vejez. Para lograr que al menos parte de la demanda sea más profesional e informada, y que sea más exigente de un buen desempeño financiero relativo ajustado por riesgo, proponemos adoptar incentivos para que los empleadores capacitados que lo deseen apoyen a sus trabajadores en esta labor.

### 1. Resumen Ejecutivo

La “Reforma al Mercado de Capitales I”<sup>1</sup> dio un paso importante para mejorar el sistema de pensiones en Chile, al introducir competencia a las AFP por el ahorro voluntario para la vejez que goza de incentivos fiscales. La reforma recién aprobada está inspirada en las llamadas cuentas IRA (“Individual Retirement Accounts”) de los EE.UU., y tiene similares incentivos tributarios al permitir diferir los impuestos al ingreso que se aplicarían a los fondos ahorrados hasta el momento de su retiro (i.e. el llamado impuesto al consumo).

Previo a esta reforma, sólo las AFP podían ofrecer y administrar el ahorro para la vejez que es voluntario y con incentivos fiscales (llamado del tercer pilar)<sup>2</sup>. La nueva ley permite que otros actores del mercado de capitales puedan ofrecer el ahorro del tercer pilar con los mismos

---

\* La primera versión de este documento fue publicada el 10 de julio de 2001 en medios electrónicos ([www.cepchile.cl](http://www.cepchile.cl) y [www.elkybalion.cl](http://www.elkybalion.cl)). Esta es una versión revisada con fecha 17 de enero de 2002, para la revista *Estudios Públicos*, que incorpora las precisiones que nos parecieron necesarias después del seminario realizado en el Centro de Estudios Públicos donde se presentó este trabajo, el día 7 de agosto de 2001. Agradecemos los comentarios de Martín Costabal L., Marcos Büchi B., José Ramón Valente V. y de los demás asistentes al seminario.

\*\* Doctor en Economía, U. de Pennsylvania; socio de Gerens S.A.

\*\*\* Doctor en Economía, MIT; investigador del Centro de Estudios Públicos, profesor titular del Instituto de Economía de la Universidad Católica.

<sup>1</sup> Se trata de las leyes No. 19.768 y No. 19.769 promulgadas el 7 de noviembre de 2001.

<sup>2</sup> El tercer pilar, junto al llamado “primer pilar” para los ancianos pobres (garantía de pensión mínima), y el llamado “segundo pilar” de ahorro obligatorio y participación universal, constituyen los tres elementos básicos de un moderno sistema de pensiones.

beneficios tributarios que se permiten a las AFP, es decir, con la posibilidad de diferir los impuestos personales al ingreso al momento de ahorrar.

En la actualidad, el Pilar Tres acumula cerca de US\$ 400 millones, es decir sólo el 1% de los aproximadamente US\$ 40.000 millones<sup>3</sup> que administran las AFP. Aunque se espera que las nuevas instituciones permitidas (bancos, compañías de seguros, fondos mutuos y de inversión, etc.) hagan crecer al Pilar Tres, al incorporar nuevas redes a su distribución, seguirá siendo todavía muy pequeño en relación al stock de ahorro obligatorio. En parte, ello se debe a que el segundo pilar en Chile está diseñado para “reemplazar” un 70% del salario promedio de los últimos 10 años, lo que es una cifra alta para los estándares internacionales. A modo de ilustración, el segundo pilar (de reparto) de los EE.UU. tiene una tasa de reemplazo que fluctúa entre un 25% y un 40% del salario, para altos y medianos ingresos respectivamente, cuyo modesto nivel ayuda a explicar la existencia de un potente tercer pilar en dicho país. Se deduce que el desarrollo del tercer pilar no podrá desconcentrar por sí solo y en forma apreciable, el mercado de capitales chileno.

Nuestra propuesta se basa en dos elementos de diagnóstico. En primer lugar, en Chile hay seis AFP que administran US\$ 40.000 millones, cuyos fondos se mueven de acuerdo a las decisiones de los tres gerentes de las AFP de mayor tamaño. Esto no cambiará con el proyecto de multifondos porque las decisiones de inversión para los 5 fondos de cada AFP seguirán siendo coordinados por un solo gerente. La administración de fondos de pensiones con volúmenes tan grandes está concentrada en muy pocas manos. Esta alta concentración ha contribuido a reducir los grados de competencia y la liquidez en segmentos importantes del mercado de capitales chileno, respecto a su potencial, porque hay muy pocos centros de decisión independiente.

El segundo elemento de diagnóstico es que, cuando se ha verificado rivalidad competitiva entre AFP, ésta se ha canalizado hacia una competencia ineficiente por artículos accesorios, como regalos (dinero, bicicletas), en lugar de estimular la competencia por desempeño financiero y precio. La alta rentabilidad actual de las AFP y el despido masivo de vendedores, en cambio, manifiestan que ahora esa industria vive un equilibrio con baja rivalidad competitiva, altas comisiones y con una rentabilidad que el Superintendente de AFP ha calificado reiteradamente en la prensa como excesiva.<sup>4</sup> En ambos estados de la industria (con y sin rivalidad), la demanda por altos desempeños financieros que han manifestado los afiliados individuales ha sido de una naturaleza desinformada e inerte, pues casi no responden a las diferencias de rentabilidad y riesgo entre los fondos de distintas AFP.

Uniéndolos estos dos elementos de diagnóstico, con el pequeño tamaño del tercer pilar en Chile, observamos espacio para una solución parcial. Ella tiene dos componentes:

---

<sup>3</sup> Usamos cifras de fines del año 2000, anteriores a la devaluación que sufrió el peso chileno durante 2001.

<sup>4</sup> Ver por ejemplo su declaración en diario El Mercurio de Santiago, 5 de julio 2001, inserto “20 años de AFP”, página 1.

- a) permitir a cada afiliado redestinar esporádicamente una porción de su fondo individual obligatorio (pilar 2) a cualquier cartera que elija dentro de los administradores registrados para prestar el servicio de tercer pilar. Esta porción será llamada “Pilar Dos Libre” y el resto “Pilar Dos Básico”; y**
- b) adoptar mecanismos para lograr una demanda profesional e informada, que sea capaz de exigir una mejoría en el desempeño financiero.**

El primer componente aspira a redestinar hasta unos US\$ 8.000 de los US\$ 40.000 millones que hoy administran las AFP, hacia los gestores del ahorro voluntario, incluyendo entre éstos últimos a nuevas filiales especializadas de las AFP. Proponemos que los fondos redestinados (Pilar Dos Libre) puedan ser invertidos con una amplia libertad de cartera, eliminando varias (no todas) de las restricciones existentes. El objetivo es desconcentrar el mercado de capitales doméstico en forma directa. Además, al desafiar un monto importante de los fondos que administran las AFP, esto crea las condiciones para un aumento de competencia entre las AFP que lleve a una baja de sus comisiones.

Sin embargo, también proponemos que las AFP sigan prestando el servicio de Pilar Dos Básico y por tanto harían toda la recaudación, contratarían todo el seguro de invalidez y sobrevivencia y calcularían y pagarían todos los beneficios, para lo cual los fondos libres deben regresar a la AFP cuando el afiliado desee pensionarse.

Por eso, nuestra propuesta no es una reforma completa al sistema de AFP. Idealmente, sería conveniente que administradores alternativos pudiesen desafiar la totalidad del flujo de comisiones que hoy reciben las AFP, y que existiera mayor libertad para diferenciar las tasas de esas comisiones. Por ahora hemos desistido de realizar dicha propuesta, pues conlleva complejidades adicionales respecto de las funciones propiamente previsionales. Por tanto, esta es una reforma focalizada a la función de gestión financiera.

Nuestra propuesta, inspirada en propuestas anteriores de los mismos autores<sup>5</sup>, también se hace cargo de las principales objeciones que se han hecho a intentos anteriores de lograr estos resultados. Para ello, sugiere primero métodos realistas para mantener limitado el peligro de abuso, o “riesgo moral” contra el Fisco; segundo, sugiere mecanismos efectivos para evitar el arbitraje para licuar los ahorros obligatorios; tercero, sugiere reglas simples de protección de los fondos redestinados (custodia, valorización, transacción, inversiones en empresas relacionadas, diversificación mínima, prohibición del control de empresas). Proponemos que estos controles no se definan en detalle al nivel de la ley, sino se deleguen las facultades necesarias a la Superintendencia de AFP. El objetivo es “desreglamentar” el D.L. 3.500, pues este cuerpo legal parece ser un caso de sobrerregulación desbordada por la velocidad con que evoluciona el mercado.

El segundo componente de la propuesta busca lograr un mejor rendimiento de las inversiones redestinadas, y del ahorro voluntario, creando un segmento de demanda profesionalizada e informada, lo que tendría efectos favorables para todos los afiliados.

---

<sup>5</sup> Ver Arrau, P. “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*, CEP, abril 2001; y, Valdés, S. “Pensiones Voluntarias: Una propuesta para Chile”, mimeo, abril 2001.

Este componente está inspirado en los planes 401(k) de los EE.UU. Este componente, interactuando con el primero, beneficiará incluso a los afiliados que no redestinen fondos, de tres maneras concretas:

Primero, la participación de algunos empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda, que serán capaces de evaluar en profundidad el desempeño relativo y remunerar adecuadamente a la AFP que diferencie su servicio en esta dimensión, inducirá a las AFP a destinar más recursos a sus departamentos de inversión para mejorar el servicio de gestión financiera. Si el desempeño financiero mejora en apenas 0,50% anual gracias a la presencia de clientes más exigentes, incluso aquellos afiliados que no hayan redestinado fondos usando el primer componente de la propuesta, se beneficiarán en forma significativa. Segundo, la proliferación de administradores alternativos interactuando con empleadores grandes y medianos por el lado de la demanda, genera condiciones para que estos intermediarios se interesen en entrar al negocio del Pilar Dos Básico (constituir AFP). Esa entrada desconcentraría también el mercado financiero chileno, aumentando su eficiencia. Tercero, la participación de los empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda por el servicio básico de AFP, también aumentará la competencia en comisiones entre las AFP existentes, beneficiando a los demás afiliados.

## **2. Antecedentes**

Un sistema de pensiones moderno está compuesto de tres pilares. El primer pilar canaliza recursos hacia los ancianos pobres, siendo expresión de la solidaridad nacional. En Chile el primer pilar está compuesto por la garantía de pensiones mínimas y las pensiones asistenciales, ambas de cargo del Fisco. El segundo pilar busca evitar que los trabajadores de todos los niveles de ingreso, aunque con énfasis en los de ingreso medio, caigan en la imprevisión en cuanto al ahorro para la vejez, y para evitarlo los obliga a ahorrar.

Sin embargo, los propios objetivos del segundo pilar lo hacen vulnerable a ciertos peligros de abuso contra el fisco, como se explicará más adelante. Esos peligros han originado un sinnúmero de regulaciones financieras. En Chile, esas regulaciones financieras han ido más allá de lo estrictamente necesario, y al interactuar con otros factores indeseables como la concentración excesiva de los fondos de pensiones, han rigidizado el mercado de capitales doméstico y posiblemente han perjudicado a los afiliados. Además, el sistema de pensiones chileno tiene otros problemas, como una alta concentración en su administración, y topes legales a su posibilidad de competir por calidad de servicio y precio.

En otros países estas rigidices y excesos de concentración no han tenido efectos graves, gracias a un tercer pilar vigoroso. El tercer pilar también busca hacer frente a la imprevisión de los grupos de ingresos medios, pero opera a través de incentivos fiscales para inducir a los trabajadores a realizar ahorro voluntario para la vejez. Ejemplos son los planes de pensiones organizados por empleadores, especialmente los planes de beneficio definido y los planes 401(k) de los Estados Unidos. El objetivo previsional de un incentivo fiscal se reconoce en que favorece al ahorro para la vejez y no para otros fines, y en que es más generoso que el conferido a otras alternativas de ahorro.

En Chile, la reforma al mercado de capitales I nos acercó a un tercer pilar de mejor calidad. Chile está iniciando el camino hacia un sistema de pensiones más flexible, equilibrado, desconcentrado y eficiente, lo que merece todo nuestro apoyo. Sin embargo, ese es un camino que sólo rendirá frutos en el largo plazo. Por eso proponemos desconcentrar el segundo pilar de inmediato.

### *Tamaño relativo de los pilares dos y tres*

La tasa de cotización actual (10%) para el pilar dos (AFP) fue elegida para financiar una pensión que reemplace el 70% del ingreso imponible. Sin embargo, la rentabilidad obtenida en el ciclo de vida puede variar significativamente entre generaciones. Simulaciones con datos de rentabilidad histórica para EE.UU. y Gran Bretaña muestran que la variabilidad entre generaciones anuales es sustancial si se permite que la proporción invertida en acciones sea 60%: con tasa media de reemplazo del 56%, la generación más afortunada obtendría una pensión que reemplace el 75% del promedio de sus últimos 10 años de ingreso imponible, mientras que la generación menos afortunada obtendría una pensión que reemplace solamente el 36% del promedio de sus últimos ingresos<sup>6</sup>. Esperamos que las cifras para Chile resulten más altas, debido a la menor intensidad de capital físico por trabajador de que dispone nuestro país, pero el punto central se mantendrá: el evento de una tasa de reemplazo bastante menor que el promedio tiene una probabilidad significativa de ocurrir a varias generaciones, porque las inversiones pueden exhibir una secuencia larga de malos retornos.

Es previsible que las generaciones afectadas por estos malos retornos adquieran suficiente poder político para obtener de la sociedad una compensación. Ella tendría un enorme costo fiscal, con las secuelas de inestabilidad macroeconómica que ello significa, y sin embargo, muchos miembros de esa generación pueden estar lejos de ser pobres y por tanto pueden no ser merecedores de un subsidio de parte del resto de la sociedad<sup>7</sup>. De hecho los afiliados de mayores ingresos, cuya expectativa de pensión era mayor (para una misma tasa de reemplazo) exigirían las compensaciones de mayor magnitud, lo que representa una política social regresiva.

La prudencia exige limitar este riesgo fiscal sujetando a las inversiones del segundo pilar a regulaciones sobre la cartera de inversiones para reducir su riesgo. Un ejemplo de esa regulación es un máximo para el porcentaje invertido en acciones<sup>8</sup>. Un efecto lateral indeseable de estas regulaciones es que rigidizan el mercado de capitales e impiden que éste se desarrolle con la profundidad y liquidez que debería, lo cual redundaría en un peor servicio a los afiliados. Cuando esta rigidez interactúa con una concentración excesiva de fondos en la administración del segundo pilar, el efecto es doblemente negativo para los afiliados y para el país.

La situación es diferente para el tercer pilar, porque es voluntario (aunque recibe incentivos fiscales). En ese escenario, un mal desempeño financiero es menos capaz de atraer apoyo

---

<sup>6</sup> Ver Cuadro 3 en Valdés, S. (2002) "Para perfeccionar los multifondos", Mimeo, Centro de Estudios Públicos.

<sup>7</sup> Cuando un primer pilar provee un piso mínimo en favor de los ancianos pobres, vía pensiones mínimas y asistenciales, también puede haber abuso contra el fisco, si es que se permite elegir carteras de alto riesgo a los afiliados pobres cubiertos por el primer pilar.

<sup>8</sup> Ese límite es 37% en Chile en la actualidad. Su efecto es reducir la variabilidad de las tasas de reemplazo por debajo del nivel indicado en el texto principal, que corresponde al caso de 60% en acciones. Sin embargo, el límite de 37% puede ser excesivamente restrictivo.

político para un rescate fiscal en favor de los miembros no pobres de una generación. La mayor libertad genera mayor dispersión de carteras y eso genera una mayor dispersión de rentabilidades - no todos los miembros de una generación tendrán mala suerte al mismo tiempo. Por eso es más difícil formar una coalición numerosa capaz de obtener un subsidio, pues parte de la pérdida se debe a las desafortunadas decisiones de inversión de algunos. El menor peligro de abuso contra el fisco ha permitido liberar al tercer pilar de las regulaciones de cartera que se justifican en el segundo pilar. Por eso mismo, el tercer pilar contribuye más al desarrollo del mercado de capitales que el segundo.

Lo expuesto se sintetiza en un dilema entre el segundo y el tercer pilar: Consideremos el caso de un país donde la suma de los dos primeros pilares entrega una tasa de reemplazo de 70% en la situación inicial. Ese país realiza una reforma que sustituye parte del pilar dos por un pilar tres, desviando hacia él parte de las cotizaciones destinadas originalmente al pilar dos. Ese país vería dos efectos de esa reforma: primero, se reduciría la cobertura, pues algunos aportantes imprevistos no se dejarían convencer por los incentivos fiscales del tercer pilar para ahorrar voluntariamente. Segundo, al reducirse el riesgo de abuso contra el fisco, se relajarian las regulaciones financieras, y se desarrollaría más el mercado de capitales. En suma, al ser voluntario, el tercer pilar logra menos cobertura pero provee un mejor servicio a los afiliados.

Este es justamente el dilema que Chile enfrenta hoy: el sistema de AFP ha sido dotado de una tasa de cotización orientada a lograr una tasa de reemplazo promedio de 70%. Esta tasa de reemplazo es tan alta, que muy pocos previsores de ingresos medios tendrían demanda para ahorrar más. Por eso el tercer pilar sólo será significativo en Chile para los trabajadores independientes con capacidad de ahorro voluntario y para los dependientes cuyo ingreso imponible supera 60 UF al mes (el 10% de los cotizantes a las AFP). Esta alta tasa de reemplazo explica en parte el limitado desarrollo del tercer pilar en Chile.

Es improbable que nuestro sistema económico pueda tolerar la baja en la tasa de ahorro de los hogares que se producirá si se redujera la tasa de cotización de 10%, y también es improbable que nuestro sistema político acepte esta alternativa. En realidad las propuestas han ido en el camino contrario, intentando subir el ahorro forzoso mediante el incremento del salario imponible máximo a 90 UF al mes.

Por ello, nuestra propuesta consiste en introducir competencia a una parte del pilar dos (obligatorio), manteniendo la tasa de cotización obligatoria en el 10% para evitar una reducción en las tasas de ahorro de los hogares.

### 3. La propuesta en detalle

#### 3.1 Propuesta para redestinar fondos

Frente al dilema entre el pilar dos y tres, y tomando en cuenta nuestro punto de partida, proponemos una solución híbrida, donde se permite que una parte del ahorro forzoso ya existente, que estrictamente es del segundo pilar, pueda ser administrado con mayor libertad de cartera y sujeto a menos restricciones financieras. Se trata de:

*“Permitir a cada afiliado **redestinar esporádicamente una porción de su fondo individual** a cualquier cartera que elija dentro de los administradores registrados.”*

Denominamos a los fondos redestinados como **“Pilar Dos Libre”**, pues podrían ser invertidos a través de todos los intermediarios diferentes de las AFP. Esto desconcentraría directamente el mercado de capitales, además de los otros beneficios que indicaremos.

Proponemos que las AFP continúen prestando en forma exclusiva el servicio de segundo pilar “básico”, que es el que prestan actualmente, pero administrarían un menor volumen de fondos. Es decir, las AFP seguirían haciendo toda la recaudación, seguirían contratando todo el seguro de invalidez y sobrevivencia, y seguirían calculando y pagando todos los beneficios. Seguirían cobrando comisiones en las mismas condiciones que hoy, es decir fijando sólo dos tasas de aplicación uniforme a cada una de las clases de afiliado que define la ley. Por tanto, esta parte de la propuesta se focaliza exclusivamente en la función de gestión financiera.

#### 3.2 Apreensiones y diseño de detalle en materia de gestión financiera

En esta parte entregamos lineamientos de diseño regulatorio para dar cuenta de cuatro apreensiones que han bloqueado intentos anteriores de reforma:

- (i) mantener limitado el peligro de abuso, o “riesgo moral”, contra el fisco;
- (ii) mecanismos para evitar el arbitraje para licuar los ahorros obligatorios;
- (iii) protección de los fondos redestinados (custodia, valorización, transacción, inversiones en empresas relacionadas, diversificación mínima, prohibición del control de empresas).
- (iv) permitir la participación de las AFP en el Pilar Dos Libre, a través de filiales especializadas.

Estos lineamientos deben ser considerados como sugerencias a la autoridad y no representan las únicas alternativas. Presumiblemente, al consolidarse el sistema, algunas de estas recetas no serán necesarias. Por ello recomendamos no incluir en la ley dichos mecanismos de control y regulación, sino entregar las facultades a la Superintendencia de AFP para que implemente vía reglamento aquellas que sean apropiadas.

(i) Evitar el riesgo moral contra el Fisco.

Recomendamos cumplir esta condición definiendo con una fórmula apropiada la porción máxima de su fondo individual que cada trabajador podría destinar al Pilar Dos Libre. Esa porción sería “el exceso que registre ese fondo individual respecto al monto necesario para financiar una meta de tasa de reemplazo”, meta que a su vez sería elegida para asegurar un bajo peligro de abuso contra el fisco.

Proponemos que esa meta de tasa de reemplazo meta sea del orden de 50%, en la fase inicial. Justificamos esta meta en el hecho de que en EE.UU. y Alemania, la tasa de reemplazo media del sistema obligatorio es 40%, y que en el caso de los EE.UU. se reduce hasta cerca del 25% de tasa de reemplazo para los cotizantes de altos ingresos. Creemos que una meta de tasa de reemplazo de 50% es adecuada para una fase inicial, porque las inversiones en el pilar dos libre aportarán de todas formas varios puntos porcentuales de tasa de reemplazo adicional, aunque los afiliados tomen más riesgo que en la actualidad y se dé una secuencia desfavorable de rentabilidades. El Pilar Dos Libre, sumado al Pilar Dos Básico, pagaría una pensión que reemplazaría una parte razonable del ingreso aún para las generaciones menos afortunadas.

Desde luego, cuando el afiliado destine los fondos del Pilar Dos Libre a carteras invertidas en renta fija, sería posible reducir esa meta de tasa de reemplazo, por ejemplo a 35%, para permitir al afiliado redestinar una porción aún mayor de su fondo individual al pilar dos libre. Si bien esto es conveniente, nos parece que en la fase inicial es preferible usar una meta de pensión única, del orden de 50%, y dejar ese perfeccionamiento para una segunda fase. En el plano legislativo, sin embargo, podría aprobarse desde ya esa extensión, dejando sus detalles a un reglamento emitido por la Superintendencia de AFP.

Esto se traduce en la siguiente propuesta:

*“El monto del fondo individual en la AFP que un afiliado puede redestinar esporádicamente a otros administradores (incluyendo una subsidiaria especializada de las AFP), se calcula como el exceso del fondo individual en la AFP, por sobre un fondo individual meta a esa fecha”.*

A su vez,

*“El fondo individual meta de cada trabajador se calcula, cada vez que lo solicite el afiliado, como el monto que, sumado a sus aportes futuros<sup>9</sup> y tasas de interés estables<sup>10</sup>, permita financiar una renta vitalicia fija<sup>11</sup> que logre la mayor entre dos pensiones: la que paga una tasa de reemplazo de 50% a los 65 años<sup>12</sup>, y la que paga un 120% de la pensión mínima proyectada<sup>13</sup> para el año en que cumpla 65 años”.*

---

<sup>9</sup> Proyectados con una fórmula uniforme en base a su historia de aportes durante los últimos 10 años, incluyendo lagunas. La información sobre lagunas está disponible en la AFP en la actualidad, pues también es necesaria en caso de invalidez o muerte. Por tratarse de una fórmula uniforme que no considera las edades de cónyuges y dependientes, puede ser aplicada fácilmente por un computador, a bajo costo.

<sup>10</sup> Basadas en al menos 50 años de experiencia nacional e internacional.

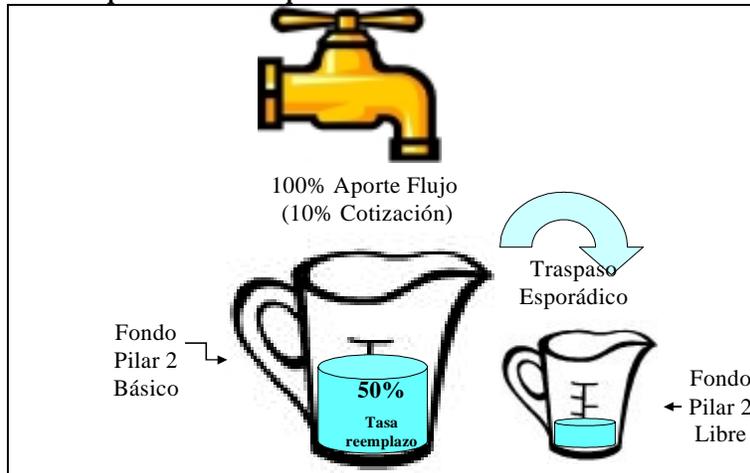
<sup>11</sup> Cuyo precio sería proyectado en base a las mismas tasas de interés estables.

<sup>12</sup> Es una pensión igual a 50% del promedio de los salarios imponibles proyectados para las edades 55 a 64, incluyendo lagunas.

<sup>13</sup> La pensión mínima futura puede ser proyectada con una fórmula fija, no arbitraria, sobre la base de la senda que han seguido las pensiones mínimas en el pasado.

En forma esporádica, cada vez que el fondo individual efectivo en el segundo pilar básico supere al “fondo meta” así definido, el afiliado quedaría autorizado para trasladar el exceso al pilar dos libre. Así, un mismo afiliado podría realizar varios traslados a lo largo de su vida. La figura C.1 grafica esta propuesta con una llave para el flujo continuo de aportes obligatorios al Pilar Dos Básico, y con un vaciamiento del jarro grande al traslado esporádico de fondos al Pilar Dos Libre.

Figura C.1  
Propuesta de Traspaso de Fondos al Pilar Dos Libre



Esta fórmula tiene varias propiedades deseables: primero, impide trasladar fondos a los afiliados que sólo van a obtener la pensión mínima. También impide trasladar fondos a los afiliados de ingreso medio que pertenecen a generaciones que hasta esa fecha han tenido mala suerte en la rentabilidad o en la densidad de cotizaciones y por tanto tienen un fondo individual menor al que corresponde en promedio para esa edad. Es conveniente impedir a esas generaciones tomar más riesgo en el pilar dos libre, pues la continuación de rentabilidades negativas empeoraría su situación y elevaría el riesgo de abuso contra el fisco de parte de afiliados de ingresos medios. Esta fórmula tampoco implica crear garantías que hoy no existan, porque una meta de tasa de reemplazo de 50% es bastante menor que la meta de 70% que la ley ya usa para definir las pensiones de invalidez y sobrevivencia.

Es evidente que las proyecciones contenidas en esta fórmula (aportes futuros, tasas de interés estables, precios de renta vitalicia, pensiones mínimas) no se cumplirán casi nunca, pero eso no genera problemas. Por el contrario, si una determinada proyección resulta excesivamente optimista, la próxima vez que el afiliado solicite trasladar fondos al Pilar Dos Libre, su fondo individual quedará por debajo del fondo meta, y no será autorizado a trasladar más fondos. En cambio, si otra proyección resulta pesimista, la siguiente vez que el afiliado solicite trasladar fondos su fondo individual quedará por encima del fondo meta en un monto superior al esperado. De esta manera, los errores de proyección se compensan tanto para un individuo como en promedio.

Además, como los errores de proyección se distribuirán en forma heterogénea en la población, no será factible organizar alianzas entre quienes han redestinado muchos fondos y además hayan tenido mala suerte en las inversiones, para solicitar ayuda al fisco.

(ii) Peligro de licuación de los fondos

Reconocemos que la gestión de ahorros obligatorios plantea desafíos diferentes a los de gestionar el ahorro voluntario. Algunos de ellos han contribuido a favorecer el esquema de “giro único” a las AFP. A continuación sugerimos alternativas de regulaciones para enfrentar esos desafíos, que permiten evitar el giro único y permiten liberar la gestión de cartera y desconcentrar la administración de los fondos del segundo pilar.

Los fondos del Pilar Dos Libre son obligatorios, y por tanto ilíquidos. Eso les quita valor desde el punto de vista del trabajador. Si esa reducción de valor opera en el contexto de una autorización al proveedor para aplicar comisiones al fondo administrado en forma libre, se permitiría el siguiente “arbitraje” o “licuación”: el trabajador o su grupo aceptan una alta comisión sobre los fondos obligatorios, a cambio de la entrega de dinero o servicios gratuitos que valoran más, como por ejemplo regalos, cuotas adicionales de crédito de consumo, millaje para líneas aéreas, etc.

Lamentablemente, las AFP cuentan con una comisión que se aplica al fondo, como es la comisión fija, y por tanto podrían usarla para licuar los fondos de los afiliados si quisieran competir en esta dimensión. Pero la presencia de este problema<sup>14</sup> no justifica descuidarse del problema análogo para el Pilar Dos Libre. Evitar la licuación exige dos medidas esenciales:

a) prohibir aplicar comisiones a los fondos del Pilar Dos Libre. Esta norma puede complementarse con una prohibición directa de la práctica de devolver comisiones por parte de los administradores del pilar dos libre y sancionar a los gerentes y directores de dichas instituciones con altas multas, que pueden llegar a UF 15.000.<sup>15</sup>

b) exigir que los medios de ahorro del pilar dos libre tomen la forma de fondos mutuos abiertos, que hagan oferta pública de sus cuotas a un precio no manipulable.

Al exigir a los proveedores del servicio del pilar dos libre que obtengan la totalidad de su comisión de un aporte adicional de los clientes, se les impide obtener su comisión de los fondos administrados y sus rentabilidades, directa o indirectamente. Para ello deberían facturar directamente al afiliado la comisión de administración. En la práctica, este requisito generará un vínculo comercial entre el ahorro voluntario del tercer pilar, y el ahorro obligatorio del Pilar Dos Libre, pues los proveedores tendrían que exigir al cliente ahorrar en una cuenta de ahorro voluntario al menos los fondos necesarios para pagar las comisiones que originaría el servicio

---

<sup>14</sup> Varios observadores, entre ellos Hernán Büchi, han propuesto que la comisión fija que cobran las AFP se reste del salario líquido y no del aporte obligatorio. Nosotros apoyamos esa propuesta.

<sup>15</sup> La reciente Ley de Opas elevó desde 1.000 hasta 15.000 U.F. la multa máxima por dar incentivos en la contratación de rentas vitalicias, tanto a Compañías de Seguros (Circular 746) como a corredores (Norma de Carácter General 102). Además, la Norma de Carácter General 91 establece estas mismas multas a las Compañías de Seguros de Vida por los actos de sus agentes de ventas de rentas vitalicias. Nos parece conveniente que nuestro sistema de fiscalización evolucione desde las normas y reglas preventivas ex ante, hacia un mayor control ex post, exigiendo responsabilidad y aplicando altas multas.

prestado al ahorro forzoso (Pilar Dos Libre)<sup>16</sup>. Si el cliente deja que su cuenta de ahorro voluntario se agote, el proveedor tendría derecho a expulsar al cliente, transfiriendo sus fondos del Pilar Dos Libre al Pilar Dos Básico.

Al mismo tiempo, proponemos permitir a los proveedores del servicio de pilar dos libre convenir **libremente** el plan de precios y comisiones con cada cliente o grupo de clientes. Por ejemplo, la base de cálculo de esas comisiones podrían ser el fondo administrado y el desempeño financiero (premio contingente por buen desempeño). Las comisiones también podrían ser función de otros factores que afectan el costo variable, como el número de trabajadores en el grupo y el volumen de transacciones en bolsa. Esta libertad de comisiones se aplicaría solamente a las comisiones del Pilar Dos Libre (y del Pilar Tres), pero no proponemos en este documento extenderla al Pilar Dos Básico, que continuaría sujeto a la exigencia legal de uniformidad de sus tasas de comisión<sup>17</sup>.

La exigencia de que los medios de ahorro del Pilar Dos Libre tomen la forma de fondos mutuos abiertos, tiene por objeto asegurar que el precio de compra de las cuotas no sea manipulable y por tanto no sea usado para acceder al ahorro forzoso en forma indirecta. Por ejemplo, si un banco pudiera recibir fondos del Pilar Dos Libre en la forma de depósitos a plazo, podría aplicar una comisión indirecta al ahorro forzoso pactando una tasa de interés menor que la de mercado. Lo mismo puede hacerse con la emisión de cuotas de fondos de inversión (fondos mutuos cerrados), porque su precio puede ser manipulado. Esta exigencia permite participar en el Pilar Dos Libre a los seguros de vidas individuales con ahorro, siempre que el componente de ahorro se invierta en un fondo mutuo. En todo caso, la gran mayoría de los bancos chilenos ya tienen filiales de fondos mutuos, y a las compañías de seguros les fue autorizado crear estas filiales también, así que casi todos los operadores del tercer pilar podrían participar en el Pilar Dos Libre.

### (iii) Protección de los fondos redestinados

En un plano aún más operativo, sugerimos reglamentar algunas normas de custodia, valorización, transacción, inversiones en empresas relacionadas, diversificación mínima, y prohibición del control de empresas, para el Pilar Dos Libre.

Recordemos que todos los intermediarios registrados para operar el tercer pilar, ya están sujetos a regulaciones importantes en estas materias por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros y la Superintendencia de Bancos. Proponemos mantener esas regulaciones para los fondos del Pilar Dos Libre que ellos administren.

---

<sup>16</sup> Los aspectos tributarios generan un segundo vínculo comercial entre el tercer pilar y el Pilar Dos Libre: cuando el afiliado paga la comisión con fondos mantenidos en ahorros de tercer pilar, paga con fondos deducible del ingreso imponible para efectos del Impuesto Global Complementario o de segunda categoría, según corresponda.

<sup>17</sup> La libertad de comisiones para el Pilar Dos Básico fue propuesta en el pasado por uno de los autores de este documento, pero ella no es parte de esta propuesta porque, como dijimos, ésta se enfoca sólo a la gestión de inversiones. Ver Valdés, S. (1997) "Libertad de precios para las AFP: aún insuficiente", *Estudios Públicos* 68, verano, p. 127-148.

Para identificar posibles mecanismos de regulación para los fondos del Pilar Dos Libre, sugerimos hacer una revisión detallada que debería, a su vez, actualizarse permanentemente por la vía de normas de carácter general.

En términos generales, creemos que las normas de custodia vigentes para el tercer pilar son adecuadas, que las normas de valorización podrían hacerse más estrictas imponiendo la obligación de usar los mismos precios que se usan para valorizar las inversiones del Pilar Dos Básico, y que las normas de transacción también podrían reforzarse.

En cuanto a las normas sobre inversiones en títulos de empresas relacionadas, sugerimos aplicar las del Pilar Dos Básico. Apoyamos la propuesta de la revista *The Economist* de aplicar a estos fondos la vieja exigencia de que no más del 10% de un fondo de pensiones patrocinado por un empleador pueda estar invertido en títulos del mismo empleador y sus compañías relacionadas. Esa exigencia se ha aplicado desde 1942 en EE.UU., pero se eximió por error a los planes 401(k).<sup>18</sup> Nuestra propuesta, en cambio, es más exigente, pues consiste en aplicar las normas del Pilar Dos Básico.

En cuanto a las normas relacionadas con la prohibición del control de empresas, sugerimos aplicar las del Pilar Dos Básico. En cuanto a la votación en juntas de accionistas, sugerimos aplicar las normas del Pilar Dos Básico sólo a los intermediarios que administren fondos que superen algún monto significativo, del orden de mil millones de dólares. En cuanto a las normas sobre diversificación mínima de la cartera, que limitan el porcentaje invertido en títulos de un mismo emisor, sugerimos aplicar las que cumplen los fondos mutuos.

Consideramos fundamental eximir a los fondos del Pilar Dos Libre de todas las demás restricciones de cartera y de la banda de rentabilidad relativa. Esto es necesario para que la gestión de esos fondos sea más libre y la reforma propuesta dote de mayor liquidez y flexibilidad al mercado de capitales chileno.

(iv) Participación de las AFP en el Pilar Dos Libre, a través de filiales especializadas.

Si bien es un objetivo del proyecto desconcentrar la gestión financiera de los fondos de pensiones, tampoco es deseable desaprovechar la capacidad de distribución de las AFP ni su capacidad empresarial.

Por ello, proponemos permitir a las AFP ofrecer el servicio de Pilar Dos Libre y el de ahorro voluntario o Pilar Tres a través de una o más carteras que estén libres de los límites de inversión y libres de la banda de rentabilidad relativa. Estas carteras serían diferentes de las carteras que prestarían servicio al ahorro forzoso del Pilar Dos Básico.

Una objeción evidente a esta propuesta es que ello impediría desconcentrar la gestión de los fondos, que es uno de los objetivos buscados. Otra objeción es que, por tener los ahorrantes voluntarios mayor sensibilidad a la tasa de rentabilidad que los ahorrantes forzosos, existiría un incentivo económico, al interior de las AFP, de favorecer a los primeros en la gestión de inversiones, a costa de los segundos. Por ejemplo, un gestor podría favorecer a los fondos

---

<sup>18</sup> Ver artículo "Enron's demise unmasks conflicts in company pension plans", *The Economist*, 15-21 diciembre 2001, vol. 361, No. 8252, pág. 60.

voluntarios dándoles prioridad en el uso de la información respecto a oportunidades de inversión, a pesar de que la generación de esta información es financiada en conjunto por las comisiones aplicadas ambos tipos de fondo.

Sin embargo, la evidencia sugiere que ese problema no ha resultado importante al interior de los conglomerados financieros que incluyen AFP y administradoras de fondos mutuos. Una explicación para este hecho es que los gerentes de la AFP y de la administradora de fondos mutuos son diferentes, situación que crea una natural oposición de intereses al interior del conglomerado financiero, que bloquearía las estrategias basadas en subsidios cruzados como la del ejemplo del párrafo anterior.

Por ello, proponemos resolver estas objeciones exigiendo a la AFP crear una filial con un gerente separado y un directorio integrado por personas diferentes del directorio matriz y de la gerencia de la AFP para hacerse cargo de las carteras que sirvan al Pilar Dos Libre y al Pilar Tres. Es decir, sólo podría una AFP prestar el servicio de Pilar Dos Libre a través de una filial que sea Administradora General de Fondos. Además, proponemos que la ley prohíba en forma explícita los subsidios cruzados entre una AFP y la Administradora General de Fondos (AGF) que tenga como subsidiaria. Al igual que en el sector de telecomunicaciones, el prohibir explícitamente el subsidio cruzado desde un mercado regulado (Pilar Dos Básico) a uno menos regulado (Pilar Dos Libre y Pilar Tres) posibilita a los competidores afectados con esta práctica anticompetitiva recurrir a la Comisión Resolutiva. Las AGF de las AFP deberán operar cubriendo sus costos medios y a rentabilidades razonables, para evitar enfrentar acusaciones antimonopolio.

Esta exigencia asegura desconcentrar las decisiones de inversión en el mercado de capitales chileno, pues los gerentes de esas filiales actuarían en forma independiente de los gerentes que deciden la asignación de los fondos obligatorios.

### **3.3 El rol de los empleadores en una demanda informada**

La propuesta genera dos clases de comisiones: las aplicadas por otros intermediarios a los afiliados que les encarguen la gestión de parte de sus ahorros obligatorios (comisiones del Pilar Dos Libre, de libre diseño), y las aplicadas por las AFP a todos los afiliados (comisiones del Pilar Dos Básico, que se mantendrían sujetas a la obligación legal de uniformidad de tasas).

Respecto a las comisiones aplicadas por otros intermediarios a los afiliados que redestinen fondos, resulta claro que ocurre un aumento de comisiones, pues actualmente las AFP administran esos fondos a cambio de una comisión marginal nula (impuesta por la ley). Para limitar el monto de este aumento de comisiones, es necesario adoptar mecanismos para lograr una demanda profesional e informada, que sea capaz de lograr una mejoría en el desempeño financiero de magnitud suficiente para justificar las comisiones adicionales que se paguen a los intermediarios que presten el servicio de Pilar Dos Libre.

Respecto a las comisiones del Pilar Dos Básico (aplicadas por las AFP con tasas uniformes a todos sus afiliados), la evidencia empírica demuestra que sus niveles son excesivos<sup>19</sup>. El desinterés de los afiliados en las diferencias de rentabilidad implica que tampoco existen incentivos fuertes para que las AFP inviertan recursos adecuados en sus departamentos de inversión para que maximicen el desempeño financiero de los fondos de pensiones a su cargo (Pilar Dos Básico), situación que perjudica a todos los fondos que no sean redestinados a otros intermediarios. Sostenemos que ambos problemas pueden ser enfrentados creando incentivos en favor de una demanda profesional e informada.

Confirmando este punto, la evidencia empírica internacional muestra que la liberación de restricciones de inversión y la libertad de comisiones **no son suficientes** para que las comisiones sean comparables con las que logra un segundo pilar. En efecto, las experiencias de Gran Bretaña con los *Personal Pensions* y la experiencia de los Estados Unidos con los fondos mutuos, muestran que un mercado financiero libre, pero **dominado por clientes que deciden en forma individual y sin conocimientos profesionales** respecto a comisiones, resulta más caro que las AFP chilenas, que a su vez son mucho más caras que las alternativas de gestión colectiva y que los fondos mutuos índice.

En relación al desempeño financiero, la situación es diferente: la liberación de restricciones de inversión y la libertad de comisiones tampoco son suficientes para que el desempeño financiero alcance una calidad aceptable, pero esta vez la situación es peor en el ámbito de las AFP que en los ejemplos internacionales mencionados. Las AFP no tiene incentivos económicos a invertir lo socialmente óptimo en gestión financiera de alta calidad, como confirma la escualidez de sus departamentos de inversiones en relación al enorme volumen de fondos que administran. La ausencia de incentivos se debe a que los afiliados de ingresos medios y bajos no exigen un buen desempeño financiero.

La baja exigencia de la demanda se ha agudizado desde que la autoridad facilitó la eliminación de los vendedores a fines de 1997 por medio de algunas circulares<sup>20</sup>, que eran quienes informaban a los afiliados de altos ingresos - los más exigentes en cuanto a desempeño financiero - respecto a las diferencias de rentabilidad.

La experiencia internacional también muestra que es posible lograr una demanda profesional e informada. Ello se ha logrado en los países anglosajones y nórdicos, incentivando la delegación de las decisiones de compra en agentes de alto conocimiento financiero que representan a grupos de trabajadores. Esto ocurre con los planes negociados por los empleadores o por comités paritarios. Esto no es un resultado arbitrario, pues en todo el mundo, sólo especialistas como los gerentes de finanzas de las empresas tienen conocimiento suficiente para evaluar el desempeño financiero de un fondo mutuo de renta variable, por ejemplo comparándolo con un *benchmark* para ajustar por riesgo. Por otro lado, sólo los grupos de afiliados pueden negociar comisiones menores que las que cobran un Pilar Dos Básico como las AFP, porque el grupo ahorra el costo comercial de persuadir por separado a cada integrante del grupo.

---

<sup>19</sup> Ver, por ejemplo, Valdés, S. (1999) "Las comisiones de las AFP: ¿Caras o baratas?", *Estudios Públicos* No. 73, verano, p. 255-292.

<sup>20</sup> Nos referimos a las circulares 999 de 1997 y 1.051 de 1998. Sus aspectos más criticables fueron derogados por la circular 1.146 que entró en vigor recién en Noviembre de 2001.

En los EE.UU. existen también planes de ahorro con impuestos diferidos llamados Planes 401(k), que permiten a los empleadores organizar planes de pensiones complementarios y de ahorro para sus trabajadores. Los empleadores contratan su administración por cuenta del trabajador. Ellos funcionan con los incentivos tributarios de las cuentas IRA, pero son organizados por los empleadores, incentivando además que éstos complementen los ahorros de sus empleados con “matching funds”. Los fondos de los planes 401(k) pueden ser destinados a cualquier cartera ofrecida por cualquier actor del mercado de capitales. La participación de algunos empleadores, especialmente del gerente de finanzas de cada empleador o de asociaciones de empleadores, tiende a mejorar el profesionalismo de la demanda en el mercado de los fondos de pensiones, puesto que los oferentes enfrentan un profesional experto que contrata el servicio por un volumen mayor que una sola cuenta individual.

En los EE.UU., los legisladores de todos los partidos consideran inferiores a las cuentas IRA, en comparación a los sistemas de cuentas 401(k) para complementar las pensiones, porque éstos logran cubrir a muchos más trabajadores de ingresos medios. Por ello, estos planes han sido incentivados admitiendo topes para los incentivos tributarios mucho más amplios que los permitidos a las cuentas IRA.<sup>21</sup> Los planes 401(k) han logrado que un 50% de todos los hogares estadounidenses sean propietarios de acciones en bolsa, democratizando los incentivos fiscales al ahorro para la vejez y contribuyendo también al más líquido y profundo mercado de capitales del mundo.

Sobre la base de estos antecedentes, proponemos que el pilar dos libre favorezca - pero no obligue - la delegación de las decisiones de selección de fondos y de proveedores a agentes de alto conocimiento financiero que representen a grupos de trabajadores, como los empleadores. El objetivo es formar una demanda exigente en cuanto a desempeño financiero y comisiones.

**Para incentivar la delegación de esta labor a los gerentes en finanzas de los empleadores, recomendamos crear un incentivo tributario más generoso, tal como ocurre en favor de planes similares a los 401(k) de los EE.UU., a los fondos redestinados por trabajadores organizados por un empleador, en comparación con los incentivos tributarios otorgados a los trabajadores que redestinen fondos en forma individual y aislada.**

Desde luego, los planes organizados por los empleadores deberían ser autorizados a manejar, además de los ahorros voluntarios del tercer pilar de sus trabajadores, los fondos que ellos hayan trasladado al Pilar Dos Libre. Esta autorización generaría, en la práctica, otro vínculo comercial entre la gestión del ahorro voluntario del tercer pilar y la gestión del ahorro obligatorio del Pilar Dos Libre. Creemos que este vínculo elevaría la eficiencia del tercer pilar, al profesionalizar su demanda también.

### **3.4 Aprehensiones y Diseño de Detalle en materia de Delegación al Empleador**

---

<sup>21</sup> La mayor generosidad por los planes colectivos se aprecia al observar que el IRS admite planes colectivos 401 (k) con deducciones de hasta US\$ 10.000 anuales y admite deducciones de sólo US\$ 2.000 anuales para las cuentas individuales IRA. La reciente reforma tributaria de George W. Bush del 7 de junio de 2001 incrementa gradualmente los límites 401 (k) e IRA de modo que el primero llegue a US\$ 15.000 para 2006 y el segundo llegue a US\$ 5.000 para 2008.

En el pasado, la delegación de funciones al empleador también ha tropezado con objeciones, que han bloqueado intentos de reforma. En esta sección damos cuenta de esas objeciones. Nuevamente, los lineamientos que ofrecemos son sugerencias a la autoridad y no representan las únicas alternativas.

En primer lugar, la afiliación a un determinado proveedor del servicio de Pilar Dos Libre y tercer pilar continuaría siendo una decisión individual. Esto ocurre desde hace 20 años en el caso de los planes colectivos de ISAPRE, donde el contrato es enteramente individual y cada trabajador mantiene el derecho irrestricto a negarse a aceptar el plan negociado por su empleador. Tal como en el caso de las ISAPRE, ello no es un obstáculo a que el empleador desarrolle un rol asesor en beneficio de sus trabajadores.

En segundo lugar, se ha sostenido verbalmente<sup>22</sup> que los gerentes de finanzas de las empresas que negociarían y evaluarían desempeño por cuenta de los trabajadores tendrían incentivos para desviar los recursos de los trabajadores que en él confían hacia los proveedores dispuestos entregar beneficios adicionales a la empresa o a ellos mismos.

Esa posición no se condice con el hecho de que los gerentes de los grandes empleadores - los únicos que estarían dispuestos a prestar este servicio a sus trabajadores, si el sistema propuesto incluye incentivos con este objeto, como proponemos - compran insumos y servicios por sumas millonarias a docenas de proveedores cada semana y no ceden a esas tentaciones. Esto se explica por la rigurosa selección de ejecutivos que hacen los dueños de empresas, a favor de personas que poseen virtudes como lealtad y honestidad. También se explica porque el mercado laboral castigaría duramente, con una considerable baja en el ingreso laboral del ciclo de vida, al ejecutivo atrapado en actos de corrupción como los indicados. Si además se diseña el sistema propuesto de forma de responsabilizar civilmente a los dueños de la empresa en casos de corrupción, como proponemos, esos dueños también castigarían con persecución judicial al ejecutivo que cometa actos de corrupción.

En realidad, el peligro mayor parece afectar a los afiliados que participan en el Pilar Dos Libre en forma individual, sin el apoyo de un empleador con conocimientos financieros. Esos afiliados podrían terminar pagando comisiones demasiado altas y podrían recibir un servicio financiero de peor calidad debido a su incapacidad de evaluar las diferencias de desempeño financiero ajustadas por riesgo.

Para evitar abusos contra afiliados que deciden en forma individual, y para aumentar los incentivos a favor de que los trabajadores soliciten apoyo a su empleador, sugerimos poner ciertos “pesos de la prueba” sobre los intermediarios que convengan a afiliados de adquirir servicios del pilar dos libre en forma individual. Queremos desincentivarlos porque ellos no estarían protegidos por los grupos negociadores liderados por expertos. A continuación ofrecemos ejemplos muy operativos, pero de alto impacto práctico e ilustrativos:

- a) Exigir a los proveedores de servicios en el pilar dos libre obtener la firma personal del afiliado cada año, declarando haber leído y comprendido los riesgos y las comisiones

---

<sup>22</sup> Por ejemplo, en el seminario realizado en el CEP donde se presentó la primera versión de este trabajo, uno de los comentaristas adoptó esa posición en su comentario.

ofrecidas. El texto a firmar debería incluir una proyección del monto de comisiones que pagará a partir de ese momento y hasta la edad de pensión normal, si continúa con ese intermediario y éste mantiene su estructura de comisiones. Además, las comisiones aplicadas a los afiliados que deciden en forma individual tendrían que sujetarse a los planes de precios que los intermediarios hayan anunciado públicamente y con anticipación adecuada. En cambio, los grupos liderados por empleadores podrían negociar libremente sus comisiones.

b) Obligar a los intermediarios que ofrezcan este servicio de pilar dos libre a individuos, a declarar una cartera de referencia para cada cartera que les ofrezcan, y a reportar anualmente cómo fue su desempeño en comparación a esa cartera de referencia, y cuánto es el valor acumulado de la diferencia de desempeño hasta la edad de pensión normal, aplicada a los fondos administrados.

Para facilitar la operatoria de los planes negociados en grupo proponemos que el empleador tenga la obligación de aportar los fondos requeridos para mantener la cuenta paralela de donde el administrador cobra sus comisiones, y tendría el derecho a recuperar esos fondos de sus trabajadores con cualquier método que pacte con ellos. En cambio, los trabajadores que trasladen fondos al pilar dos libre en forma individual tendrían que realizar aportes por su cuenta a esa cuenta paralela. Los costos de transacción asociados a los aportes realizado en forma individual favorecen la formación de grupos, pues ellos tendrían menores costos de transacción que quiénes actúen individualmente.

#### *Efectos de una demanda informada*

Una demanda informada ayuda además a los afiliados de ingresos bajos de las AFP, aunque no redestinen fondos hacia el Pilar Dos Libre, de tres maneras:

Primero, la salida de fondos hacia el Pilar Dos Libre estimulará a las AFP a destinar más recursos a sus departamentos de inversión, para mejorar la gestión de fondos y evitar esa pérdida de clientes. Si el desempeño financiero mejora en apenas 0,50% anual gracias a esto, los afiliados que no hayan trasladado fondos se beneficiarán en forma significativa. Segundo, la proliferación de los administradores alternativos interactuando con los empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda, genera condiciones para que estos intermediarios se interesen en entrar al negocio del Pilar Dos Básico (constituir AFP) para servir a estos clientes. Esta potencial entrada beneficia a los afiliados que no trasladen fondos. Tercero, la participación de los empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda por el servicio básico de AFP, también aumentará la competencia en comisiones y desempeño entre las AFP existentes, beneficiando a los demás afiliados.

#### **4. Comentarios finales**

Nuestra propuesta no es una reforma completa al sistema de AFP. Como se indicó, proponemos que las AFP sigan haciendo toda la recaudación obligatoria, que sigan contratando todo el seguro de invalidez, que sigan calculando y pagando todos los beneficios previsionales y que sigan aplicando las reglas protectoras que impiden el mal uso del grueso de

los fondos obligatorios. Una propuesta más completa lograría que administradores alternativos pudiesen desafiar la totalidad del flujo de comisiones que hoy reciben las AFP, y que existiera libertad para diferenciar las tasas de esas comisiones.

Sin embargo, creemos que esta propuesta logra sus objetivos, que son desconcentrar el mercado de capitales chileno y profesionalizar la demanda, sin efectos colaterales y con eficiencia. Quizá la mayor virtud de esta propuesta es que permite que el mercado de administración de fondos de pensiones evolucione gradualmente hacia una sana competencia por calidad de la gestión financiera y bajas comisiones.

## Anexo D

### Ahorro Voluntario para la Vejez<sup>a</sup>

---

<sup>a</sup> Original, 30 de enero de 2002. Revisada por errores de edición el 12 de abril de 2002.

La “Reforma al Mercado de Capitales I” dio un paso importante para mejorar el sistema de pensiones en Chile, al introducir competencia a las AFP por el ahorro voluntario para la vejez (AVV) que goza de incentivos fiscales. La Ley recién aprobada está inspirada en las llamadas cuentas IRA (Individual Retirement Accounts”) de los EE.UU. y tiene similares incentivos tributarios al permitir diferir los impuestos de los fondos ahorrados hasta el momento de su retiro. La nueva Ley permite que otros actores del mercado de capitales puedan ofrecer el ahorro voluntario con los mismos beneficios tributarios que se permiten a las AFP, es decir, con la posibilidad de diferir los impuestos a las personas al momento de ahorrar.

Sin embargo, el ahorro voluntario debe dotarse de nuevos incentivos, ampliándose a nuevas fórmulas de manera de estimular más el desarrollo de la industria además de mejorar la competencia. En EE.UU. existen planes de ahorro voluntario colectivos o patrocinados por los empleadores, llamados planes 401 (k), los que por sus características deseables desde un punto social (aglomerar y profesionalizar demanda) están dotados de mayores incentivos fiscales que las cuentas individuales del tipo IRA.

El presente anexo revisa la experiencia de EE.UU. para desarrollar este mercado y analiza posibles tendencias del AVV en Chile.

## D.1 La experiencia de EE.UU.

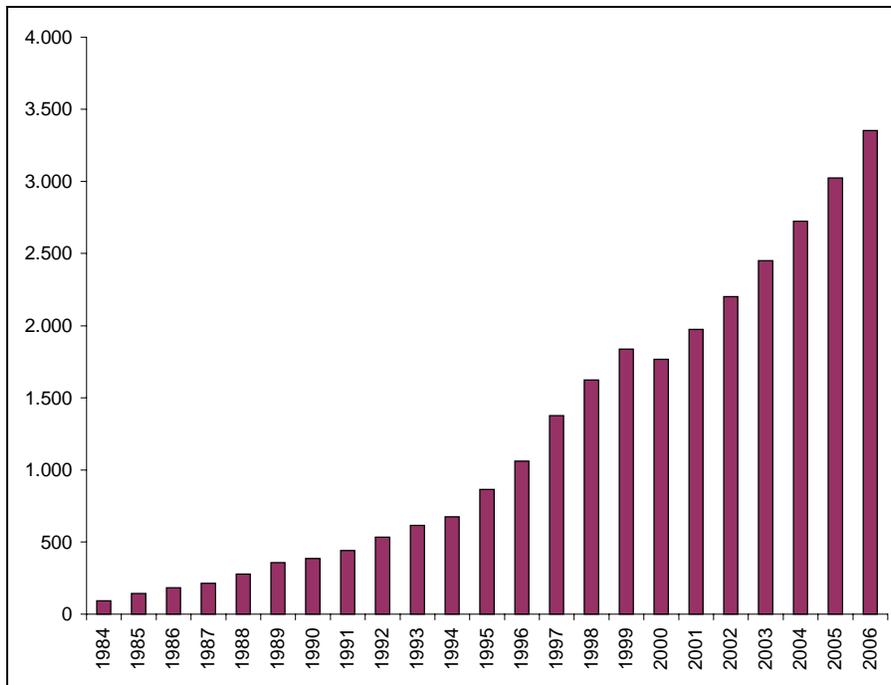
La evidencia de EE.UU. muestra claramente la necesidad de la población de ahorrar voluntariamente para la vejez y así complementar su ahorro forzoso de manera de obtener una mejor pensión al momento de retirarse de la fuerza laboral. La importancia alcanzada por el AVV en los EE.UU. obedece a los siguientes elementos.

- El sistema de ahorro obligatorio para la vejez tiene baja cobertura, con una tasa de reemplazo de entre 40% y 25%. Este el denominado efecto ingreso, que incentiva el ahorro para la vejez voluntario.

- Existe una clara tendencia de envejecimiento de la población ya que la población de la tercera edad crece a una tasa mayor que la población total.
- Existe una tendencia de mayor longevidad de las personas ya que cada persona vive más años.

En EE.UU. los activos de las cuentas de AVV (del tipo planes 401 (k)) suman cerca de US\$ 2 billones (“trillions” en la nomenclatura norteamericana) y se estima que crecerán 14% anual en los próximos 5 años (véase figura D.1).

Figura D.1  
Activos Cuentas 401 (k) de EE.UU.  
(Miles de Millones de US\$)



Dado el anterior diagnóstico, las autoridades económicas de EE.UU. han establecido diversos incentivos, principalmente tributarios, al AVV en distintas cuentas especiales diseñadas para este efecto. El AVV o tercer pilar de la seguridad social se realiza en las denominadas cuentas IRA (Individual Retirement Accounts) y en los planes colectivos 401 (k).

En el caso de las cuentas IRA, la administración la hace el individuo en forma autónoma tal como sucede con el ahorro forzoso y voluntario en Chile, escogiendo qué entidad administra su cuenta de AVV (en el caso de Chile la AFP o las entidades de ahorro voluntario elegibles establecidas en la Reforma del Mercado de Capitales I).

La administración de las cuentas 401 (k) la realiza el empleador dentro de los planes de beneficios a sus empleados. Así, los empleadores organizan planes de pensiones complementarios y de ahorro para sus trabajadores, descontando por planilla los montos destinados a la cuenta de ahorro y contratando su administración a cuenta del trabajador. Desde un punto de vista de bienestar social, el AVV en este tipo de cuentas es superior a las cuentas individuales IRA. Ello se debe a que los planes 401 (k) generan una demanda profesional e informada debido a que incentiva la delegación de las decisiones de compra en agentes con alto conocimiento financiero que representan a grupos de trabajadores, lo que mejora el desempeño financiero de los recursos invertidos. Además, sólo los grupos de afiliados pueden negociar comisiones menores, porque el grupo ahorra el costo comercial de persuadir a cada trabajador del grupo por separado.

Debido a las características de cada tipo de cuenta, los legisladores de EE.UU. consideran que los planes 401 (k) son superiores a los planes IRA para complementar las pensiones, porque éstos logran cubrir una mayor proporción de trabajadores de ingresos medios y, consistentemente, como se muestra en lo que sigue, han incentivado en mayor medida este tipo de cuentas. Los principales incentivos fiscales para las cuentas 401k e IRA son los siguientes.

- En ambos tipos de cuentas se puede diferir el impuesto a la renta deduciendo (agregando) desde la base imponible, con ciertos límites, los montos ahorrados (desahorrados). Si se realizan retiros antes de los 59,5 años existen multas. No obstante este criterio general, en el caso de los planes 401 (k) se pueden realizar retiros calificados, los que no desencadenan multas o pagos de impuestos. Entre los retiros calificados se encuentran los asociados a la compra de la primera vivienda, los gastos inesperados de salud, los gastos de

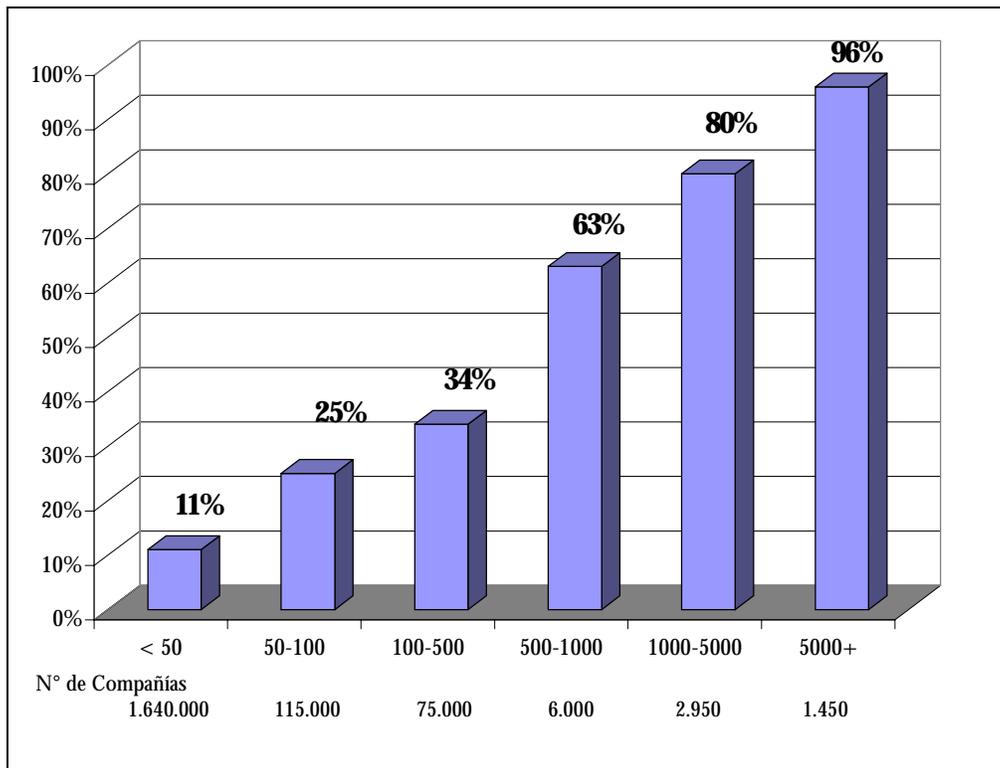
educación, etc. Este beneficio, sin embargo, se ha estado limitando por los problemas de fiscalización que presenta.

- Mientras el límite de depósito exento de los planes IRA para el año 2002 es de US\$ 3.000 anuales, en el caso de los planes 401 (k) se eleva hasta US\$ 11.000. La reciente reforma tributaria de George W. Bush del 7 de junio de 2001 incrementa gradualmente los límites de los planes 401 (k) e IRA de modo que el primero llegue a US\$ 15.000 para 2006 y el segundo llegue a US\$ 5.000 para 2008.
- Los planes 401 (k) permiten depósitos convenidos (“matching funds”) de parte de los empleadores, reduciendo así la carga impositiva del costo de contratación. Los “matching funds” o depósitos convenidos, son aquellos fondos en donde el empleador podrá contribuir en un porcentaje de cada peso ahorrado por los empleados. En Estados Unidos este porcentaje fue ampliado desde 50% a 100%, es decir, por cada peso ahorrado por los empleados, el empleador puede contribuir con un peso adicional.
- Dependiendo del tipo de plan, las cuentas 401 (k) permiten que los ahorrantes contraigan préstamos contra sus fondos ahorrados. Estos préstamos tienen las siguientes características:
  - Los intereses del préstamo no son deducibles de impuesto.
  - No existen impuestos o multas de retiro si los préstamos se pagan en el tiempo comprometido.
  - El préstamo tiene un límite de 50% del balance de la cuenta con un máximo de US\$ 50.000 menos el préstamo mayor concedido en los últimos 12 meses. Este límite permite que sólo contraigan préstamos de corto plazo y que se limite a una operación anual.
- Los planes 401 (k) requieren pasar un test de no discriminación. Este test exige un porcentaje fijo de participación por estamentos de la empresa para calificar y diferir impuestos. Este test estimula a los empleadores a ofrecer planes y por ende estimula la masificación del ahorro voluntario. En la

actualidad, en algunos planes típicos en EE.UU., el test de no discriminación exige un 70% de participación por estamentos de la empresa para las de gran tamaño.

La masificación del ahorro en las cuentas 401 (k) se aprecia en la figura D.2 siguiente. Más de un 60% de las empresas con más de 500 trabajadores ofrecen planes 401 (k) a sus empleados. Es interesante notar que un 11% de las empresas con menos de 50 trabajadores, que en Chile serían clasificadas como pequeña o micro empresa, ofrecen este tipo de planes.

Figura D.2  
Porcentaje de Compañías con Planes 401 (k) Segmentadas por Tamaño



Finalmente, el cuadro D.1 presenta la participación de los proveedores de los planes 401 (k) en 1991 y 1997. Del cuadro destaca la caída de la participación de los bancos, la que pasa desde 28% a 21% entre los años indicados debido a que ofrecen principalmente los planes IRA.

**Cuadro D.1**  
Participación de Mercado por Industria

| Proveedor       | 1991 | 1997 |
|-----------------|------|------|
| Cías de Seguros | 37%  | 22%  |
| Bancos          | 28%  | 21%  |
| Fondos Mutuos   | 21%  | 42%  |
| Otros           | 14%  | 15%  |
| Total           | 100% | 100% |

Otro elemento que destaca de la observación del cuadro D.1 es la caída en la participación de las compañías de seguros y el incremento de los fondos mutuos. En realidad la participación de mercado de las compañías de seguros es muy superior a la indicada si ésta se mide como porcentaje de los ingresos de la industria, ya que en EE.UU. los grandes gestores y comercializadores de planes 401 (k) son este tipo de proveedor. Los fondos mutuos, por su parte, son las entidades que mayoritariamente se encargan de la administración financiera de los planes que les encarga el comercializador. Sin embargo, los fondos mutuos son en general el proveedor de las grandes empresas que optan por fondos mutuos índices de fácil supervisión.

## D.2 Situación actual AVV en Chile

En Chile el AVV no tiene una importancia significativa dentro del total del ahorro nacional y como proporción del ahorro forzoso para la pensión. Mientras a fines de 2000 el ahorro obligatorio en las AFP sumaba alrededor de US\$ 40.000 millones, como se observa en el cuadro D.2, el AVV sumaba sólo US\$ 276,6 millones.

**Cuadro D.2**  
**AVV en Chile**

| Item                               | Cifras<br>Dic. 2000 |
|------------------------------------|---------------------|
| <b>1. Cotizaciones voluntarias</b> |                     |
| Número de Cotizantes               | 222.084             |
| Stock administrado                 | US\$ 276,6 millones |
| Flujo año 2000                     | US\$ 42 millones    |
| <b>2. Depósitos convenidos</b>     |                     |
| Ahorrantes                         | 38.255              |
| Stock administrado                 | US\$ 151,2 millones |
| Flujo año 2000                     | US\$ 35,7 millones  |

Fuente: SAFP

Al igual que en países desarrollados, en Chile se están presentando las mismas tendencias que llevan a esperar que el AVV, como flujo nuevo neto, crezca a tasas de dos dígitos en los próximos años. Además, se puede esperar un salto de una vez, en algunos años, de desplazamiento de otras formas de ahorro.

En efecto, tal como muestra el cuadro D.3, dado que la cotización obligatoria es sobre la base de un salario máximo de UF 60, la tasa de reemplazo efectiva muestra una marcada caída, lo que genera un importante efecto ingreso para ingresos mayores.

Asimismo, de acuerdo a proyecciones del INE, se espera un mayor envejecimiento de la población. Según a la entidad gubernamental, mientras la esperanza de vida a los 60 años de los hombres (mujeres) era de 18,7 años (22,4 años) entre 1995-2000, se espera que en 2005-2010 se eleve a 19,5 años (23,4 años). Finalmente, también se proyecta el efecto de longevidad de los países desarrollados ya que se estima que en Chile el indicador de personas mayores de 60 años por cada cien personas menores de 15 se incrementará desde 30,6 en 2000 hasta 33 el 2010, 35,1 en 2020 y 36,2 en 2025.

**Cuadro D.2**  
**Tasa de Reemplazo por Nivel de Ingreso<sup>1</sup>**

| Renta Líquida (UF) | Pensión a los 60 Años (UF) | Tasa de Reemplazo a los 60 Años |
|--------------------|----------------------------|---------------------------------|
| 47                 | 42,7                       | 90%                             |
| 100                | 42,7                       | 42%                             |
| 150                | 42,7                       | 28%                             |
| 200                | 42,7                       | 21%                             |
| 250                | 42,7                       | 17%                             |
| 300                | 42,7                       | 14%                             |

Fuente: Principal Vida Life

Dada la evidencia descrita para Chile, la “Reforma del Mercado de Capitales I” dio un paso importante para mejorar el sistema de pensiones en Chile, al introducir competencia a las AFP por el AVV que goza de incentivos fiscales. La ley recién aprobada está inspirada en las llamadas cuentas IRA de los EE.UU. y tiene similares incentivos tributarios al permitir diferir los impuestos de los fondos ahorrados hasta el momento de su retiro.

Si se realiza una comparación entre el sistema chileno de AVV y el norteamericano, se tiene que el sistema chileno es bastante más generoso, ya que el tope máximo anual de ahorro deducible de impuesto es de UF 600 versus los US\$ 11.000 actuales del sistema norteamericano, aunque este último país incrementa el valor deducible hasta un monto similar al nacional. Asimismo, en Chile existe una menor multa por el retiro anticipado de fondos, el que oscila entre 3% y 7,4% contra el 10% vigente en EE.UU.

No obstante el mejor tratamiento tributario para los ahorrantes nacionales respecto de los de EE.UU., existen algunos aspectos susceptibles de mejorar en el sistema nacional, como se detalla en los siguientes puntos.

---

<sup>1</sup> Las cifras reportadas se obtuvieron con los siguientes supuestos: Renta constante, rentabilidad del fondo de 6%, el inicial de la edad laboral se considera a los 25 años, renta vitalicia al 5% y cónyuge 5 años menor.

- Dado que las cuentas son individuales (IRA), el sistema será más caro debido a que se requiere un mayor esfuerzo comercial por afiliado, comparado con el caso de una demanda aglomerada, informada y profesional como ocurre en las cuentas 401 (k).
- Existen menores incentivos a la masificación del AVV. Es decir, no existen test de no discriminación del tipo de las cuentas 401 (k).

Finalmente, es necesario notar que el sistema colectivo de AVV se ha masificado en EE.UU. básicamente por dos elementos. En dicho país todas las personas pagan impuesto a la renta, incluso los de bajos ingresos, lo que significa un atractivo para los contribuyentes el deducir de su base imponible los montos ahorrados. En segundo lugar, los planes 401 (k) son el único incentivo para las empresas para reducir el costo de su masa laboral.

A diferencia de EE.UU., en Chile las personas con bajos ingresos están exentas del pago de impuestos y las empresas poseen mecanismos alternativos para reducir la planilla de salarios como es el caso de los depósitos convenidos para sus altos ejecutivos. Así, para que el sistema 401 (k) se masifique en nuestro país es necesario contar con incentivos adicionales a los existentes en el país del norte.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Valdés, Salvador (2001) "Pensiones Voluntarias: Una propuesta para Chile", propone un subsidio a los empleadores de tamaño equivalente al menor costo que tienen las empresas en los EE.UU. con el fin de estimular los programas de empleadores. En la sección 3 del texto principal se propone un esquema alternativo.

## Anexo E

### Análisis de algunas empresas de apoyo al giro<sup>a</sup>

---

<sup>a</sup> Original, 30 de enero de 2002. Revisada por errores de edición el 12 de abril de 2002.

Durante las entrevistas realizadas para este documento, surgió entre varios actores del mercado bancario y de capitales una insatisfacción con el estado de las empresas de apoyo al giro, en especial por posibles prácticas que no pasan el test de sana competencia.

Por empresas de apoyo al giro nos referimos a aquellas empresas bancarias autorizadas de acuerdo al artículo 74 de la ley de bancos, las empresas del mercado de valores como las bolsas de comercio y el Depósito Central de Valores (DCV), así como otras empresas de instituciones reguladas, como por ejemplo las empresas de apoyo que han formado las AFP (e.g. Previred).

En general, la motivación para “asociarse” es aprovechar las potenciales economías de escala en el desarrollo de sistemas y redes y compartir los gastos y riesgos de la innovación y desarrollo inicial. Tal ha sido el caso de Redbanc, Transbank, Centro de Compensación Automatizado (CCA) para los bancos y de Previred para las AFP. Ello también ha ocurrido en el mercado de capitales con el DCV, donde bancos, compañías de seguros, AFP y bolsas de comercio se han unido para “despapelizar” las transacciones del mercado de capitales y mejorar la seguridad de la custodia. Finalmente, en el caso de las bolsas de comercio, en la esencia de su constitución está la creación de un mercado de transacciones, pues difícilmente se pueden concebir una bolsa desarrollada por un solo corredor. Una vez constituida, y al igual que las otras empresas de apoyo al giro, las economías de escala y la forma del acuerdo o convención que adopten los corredores reunidos en ella para desarrollar este mercado determinará la eficiencia con que opere ese mercado. En ese sentido, las bolsas de comercio son una empresa de apoyo al giro de los corredores reunidos en ella.

En este anexo se analizan algunas de estas empresas y su operación, con el propósito de detectar los posibles problemas. En general, nos referimos a empresas que desarrollan sistemas y redes de pagos y transacciones con tecnología, de menor costo que los métodos físicos alternativos.

En la sección E.1 se proporciona un breve marco conceptual común para estas empresas. En la sección E.2 se analizan las empresas de apoyo al giro, con

énfasis en las tres principales empresas de apoyo al giro bancario, de acuerdo a la información que se pudo obtener en las entrevistas a los actores del mercado. Las estructuras tarifarias no son públicas y no siempre se obtuvieron respuestas coincidentes, por lo que pueden permanecer errores en la descripción que viene. La sección E.1 y E.2 fundamenta las propuestas 3.7 y 3.10 del texto principal del documento. La sección E.3 fundamenta la propuesta 3.8 del texto principal.

Un punto muy de fondo es el siguiente. Muchas de estas empresas se han constituido sin las normativas y resguardos que se justifican aquí y se proponen en la sección 3.3 y por lo tanto tienen derechos adquiridos y patrimoniales que no son de fácil solución. Esos derechos entran en conflicto con las recomendaciones propuesta en dicha sección. Escapa a la capacidad del autor ponderar esos aspectos jurídicos y eventualmente constitucionales, por lo que el análisis que se realiza en el anexo es meramente económico. Es decir, “cómo debiera organizarse el mercado” para ser un apoyo al desarrollo de la industria financiera y de mercado de capitales, y por ende, en beneficio de los usuarios finales.

## E.1 Marco conceptual común

En primer lugar, un concepto ordenador común de todas las empresas de apoyo al giro, es que existen muy importantes economías de escala. Aún más, son “monopolios naturales” en alguna variable, típicamente volumen de transacciones. La condición de “monopolio natural” viene dado por la estructura de costos de la empresa y no por la decisión de la administración que puede llevar o no a prácticas monopólicas o anticompetitivas. Precisamente, el análisis de este anexo tiene como objetivo definir principios y prácticas de administración que eviten eventuales problemas monopólicos o anticompetitivos.

Un monopolio natural tiene una estructura de costos marginales por debajo de los costos medios, y ambos decrecientes. Es común que se requiera un importante nivel de inversiones fijas iniciales por lo que las curvas de costos medios y marginales disminuyen con rapidez hasta estabilizarse o aplanarse luego

de alcanzar un volumen de transacciones determinado. No necesariamente todos los servicios prestados por estas empresas tienen esta estructura de costos, pero es común que el principal servicio prestado sí lo tenga.

Un segundo elemento conceptual a definir es que es común que el servicio prestado por estas empresas sea un insumo para la producción de servicios finales, donde las instituciones compiten entre ellas. Además es un insumo que viene determinado por la naturaleza misma de los sistemas de pagos y transacciones que realizan las instituciones entre sí. Los bancos debieron constituir los sistemas de canje y neteo de cheques con el propósito de hacer operativo el servicio de medios de pagos para sus clientes.

Precisamente esta estructura de costos decrecientes tipo monopolio natural, junto al hecho que el servicio es un insumo de las instituciones, lleva al incentivo de concebir estas empresas como apoyo al giro de la industria, y también lleva a la autoridad a aceptar o autorizar la asociación de los competidores del sistema con el propósito de desarrollar este apoyo en forma eficiente y de bajos costos. El Superintendente de bancos no autorizaría a dos bancos para asociarse en una filial de fondos mutuos o ninguna otra filial o empresa del artículo 70 de la ley de bancos, pues en esas empresas se exige competir. Sin embargo, sí se autoriza asociarse en empresas de apoyo al giro para desarrollar en forma más eficiente los sistemas y redes de apoyo a la producción de los servicios finales.

Del análisis hasta aquí surgen dos visiones respecto a la naturaleza de la autorización de estas empresas. La primera visión es que estas empresas son autorizadas con el propósito de desarrollar el mercado y la industria en cuestión. Es decir, son una “facilidad esencial”, entregada por ley o por la autoridad regulatoria, con el propósito de mejorar y desarrollar los mercados y la industria. Se permite la cooperación o coordinación de dos o más competidores con ese propósito, y por lo tanto, la empresa no puede ser utilizada como una ventaja competitiva o barrera de entrada de otro competidor. Ello implica que debe ser autorizado con ciertas normas y resguardos de apoyo a toda la industria. El Superintendente debe representar en el momento de autorizar la empresa, al potencial competidor entrante en el futuro. La segunda visión es que la empresa

es autorizada como empresa de apoyo a las instituciones que solicitan la autorización y a quienes se les concede, y por lo tanto, es parte del patrimonio de ellas. Esta visión sugiere que es perfectamente legítimo utilizar la empresa como una ventaja competitiva frente a los competidores. Además, sostiene esta visión, el principal incentivo para formar las empresas es ese, y en caso contrario, se desincentiva el desarrollo de los sistemas, debido a los costos de innovación y desarrollo y los altos riesgos iniciales.

Sostengo aquí que debe primar la primera visión, considerando aspectos de la segunda. La razón son las enormes economías de escala y condición de monopolio natural de estas empresas, que una vez constituidas, son una barrera a la entrada a la industria. No puede existir un buen mercado con barreras a la entrada. Este tema no fue un problema en el sistema bancario cuando la entrada estaba prohibida (de facto) y no se entregaban nuevas licencias. Sin embargo, el problema surge con un nuevo cariz desde que se han autorizado 5 nuevas licencias en los últimos 12 meses. Puede sostenerse que un banco puede desarrollar, por ejemplo, cajeros automáticos para dispensar dinero, así como lo hace con sus cajeros humanos y que nadie puede obligarlo a dispensar dinero de competidores. Tampoco se obliga a pagar un cheque de otro banco. Ello es correcto si es un sistema único para ese banco. Sin embargo, cuando ese banco se pone de acuerdo con un segundo para proveer servicios en forma conjunta a sus clientes u otros bancos, es decir se interconectan las dos redes, entonces el escenario es distinto. Ello es equivalente a que se fusionaran las filiales de fondos mutuos, lo que no está permitido. Un banco que desee introducir sistemas y tecnologías para sus clientes no puede ser obligado a abrir sus redes y permitir la entrada de competidores. Sin embargo, cuando dos o más se unen para hacerlo, la autoridad debe autorizarlos condicionado a que sea para desarrollar la industria o mercado en general, y no para beneficio de los dos o tres asociados. De lo contrario, con el desarrollo de los sistemas y por las altas economías de escala, se estará entregando una facilidad esencial para explotar barreras de entrada y obtener rentas anormales.

Respecto a los incentivos para innovar e invertir en redes, debe permitirse que los fundadores de una empresa de apoyo obtengan una adecuada rentabilidad de

acuerdo a los riesgos involucrados. Pero una vez consolidados los sistemas, los riesgos también desaparecen y los precios y acceso no deben ser una barrera de entrada.

### *Principios de regulación de monopolios naturales*

No es conveniente que empresas con características de monopolio natural compitan sin un marco regulatorio, puesto que la competencia lleva a precios iguales a los costos marginales y ninguna empresa puede cubrir los costos medios y rentabilizar su inversión. Además no se aprovechan en su plenitud las economías de escala. Por ello, es conveniente que exista una empresa y que replique una estructura de precio y costos socialmente eficientes.

En los casos de grandes monopolios naturales de servicios públicos, normalmente existe uno o más actores dominantes, donde la autoridad puede fijar las tarifas a público o de insumos para otros competidores (acceso a redes, interconexiones), con el fin de que el monopolio opere bajo condiciones de eficiencia social. Normalmente se definen las tarifas máximas de modo de impedir que se extraigan rentas sobre normales y explotar la posición dominante en perjuicio del público o de los eventuales competidores menores. Debido a ello, un primer principio que debe perseguirse es que la empresa tenga una rentabilidad razonable o normal sobre los activos invertidos.

Un segundo principio que se busca cautelar cuando existe más de un precio (e.g. servicio local medido a público y cargo de acceso en el caso de telecomunicaciones) es que la estructura tarifaria se ajuste a costos eficientes o marginales. Ello también implica en general un precio (o vector de precios) independientes del volumen. En mercados competitivos, es el oferente y el demandante marginal (el último) el que fija el precio para todo el mercado, independiente de si hay un proveedor que tiene el 40% del mercado y otro el 1%. Ambos enfrentan el mismo precio por un mismo producto. Los descuentos por volumen pueden justificarse por la economía concreta que implica un contrato grande en esa producción concreta, pero no puede utilizarse como un mecanismo de discriminación de precios entre distintos demandantes del

servicio. De hecho existe jurisprudencia antimonopolio al respecto. La discriminación de precios, para un mismo producto, es una práctica de explotación de poder de mercado.

Por último, el tercer y evidente principio que debe cautelarse cuando se autoriza una empresa de apoyo a la industria o mercado en general es la libre entrada a ese servicio a costos y precios adecuados. Los futuros entrantes no tuvieron la posibilidad de concurrir a la formación de la empresa y por ello, el Superintendente debe representarlos en el momento de conceder la facilidad esencial.

En lo que sigue del análisis, veremos que algunos de estos principios no se cumplen en el caso de algunas empresas de apoyo al giro. Es necesario considerar que ellas no han sido autorizadas con estos principios de resguardo y además cada caso es muy particular y especial. En primer lugar se analizan las tres principales empresas de apoyo al giro bancario, todas en el negocio de hacer más eficiente el sistema de pagos. A continuación se analiza, aunque en menor profundidad, las empresas del mercado de capitales. A continuación se justifica una propuesta respecto al impuesto al cheque para promover los medios electrónicos. Finalmente, se recomienda un enfoque transparente, abierto y dinámico, a través de las instituciones antimonopolio, y no se recomienda una intervención regulatoria con fijación de tarifas máximas y cargos de acceso, tipo monopolio natural, de parte de la autoridad reguladora.

## E.2 Empresas de apoyo al giro

### E.2.1 Empresas de apoyo al giro bancario

#### a) Redbanc

Redbanc es el caso más exitoso de asociación de instituciones competidoras con el fin de desarrollar un sistema más eficiente para el dispendio de dinero y otras

transacciones en forma electrónica. Redbanc ha alcanzado una alta cobertura con más de 2.700 cajeros (cuadro E.1).

**Cuadro E.1**  
**Estadísticos de empresas de apoyo al giro 1999-2001**

|   | <b>1999</b> | <b>2000</b> | <b>2001<sup>a</sup></b> |
|---|-------------|-------------|-------------------------|
| <b>Transbank</b>                                  |             |             |                         |
| No tarjetas crédito (unidades)                    | 2.214.320   | 2.494.464   | 2.541.118               |
| Líneas utilizadas tarj de crédito (MMS)           | 466.477     | 460.462     | 440.391                 |
| Colocaciones <sup>b</sup>                         | 365.597     | 359.045     | 351.630                 |
| Compras   | 85.159      | 85.136      | 73.674                  |
| Otros   | 15.720      | 16.281      | 15.086                  |
| <b>Redbanc</b>                                    |             |             |                         |
| No. cajeros automáticos (unidades)                | 2.224       | 2.629       | 2.718                   |
| No. transacciones cajero automatico               | 131.485.505 | 161.575.861 | 176.375.934             |
| Monto de transacciones cajeros aut. (MMS)         | 3.944.358   | 4.969.183   | 2.763.348               |
| No. de tarjetas de débito <sup>c</sup> (unidades) | 1.354.871   | 1.810.198   | 2.119.085               |
| <b>CCA</b>  |             |             |                         |
| No. de transacciones totales                      | 2.621.732   | 4.090.828   | 8.209.035               |
| No. transacciones afectas a impuesto al cheque    | 873.911     | 1.363.609   | 2.736.345               |
| <b>Otros antecedentes</b>                         |             |             |                         |
| No. de transacciones vía internet (unidades)      | nd          | 1.067.398   | 10.407.168              |
| No. de cheques presentados (unidades)             | 309.264.935 | 301.007.077 | 294.509.037             |
| Giros ATM (unidades)                              | 74.466.254  | 84.984.423  | 108.526.817             |

<sup>a</sup> El número de transacciones de 2001 fueron anualizados sobre la base enero-junio 2001 excepto cheques presentados, anualizados sobre la base de enero-agosto 2001. El número de tarjetas de crédito, débito, número de cajeros automáticos y líneas utilizadas de tarjetas de crédito corresponden a datos a junio de 2001. El número de transacciones vía Internet corresponde a cifra de 2001 anualizada de acuerdo al número de transacciones de junio del 2001.

<sup>b</sup> Corresponde a los giros de efectivo efectuados con tarjetas de crédito. Compras, se refiere a las compras realizadas en el comercio. Otros, corresponde a comisiones y otros cargos.

<sup>c</sup> Tarjetas de débito corresponde al uso de tarjeta de débito en el comercio.

Redbanc es esencialmente un “switch”, que interconecta todos los cajeros de los bancos miembros, y cobra un precio por transacciones, llamada tarifa de conmutación, sobre la base de una tabla de precio marginal decreciente. Por las primeras 5.000 transacciones/mes se pide UF 0,00744 por transacción. Los tramos por transacciones marginales adicionales decrecen de modo que por sobre 1.900.000 transacciones/mes, la transacción adicional cuesta UF 0,00139. El cuadro E.2 resume tarifa de conmutación media por transacción, en dólares, que resulta para distintos niveles de transacciones/mes de un banco.

**Cuadro E.2**  
**Tarifa de conmutación media Redbanc a bancos asociados**  
**por transacción en cajero automático**

| <b>Número de Transacciones (mes)</b> | <b>Costo Unitario<sup>a</sup> (US\$)</b> |
|--------------------------------------|--|
| 5.000                                | 0,1094                                   |
| 10.000                               | 0,0634                                   |
| 50.000                               | 0,0494                                   |
| 1.000.000                            | 0,0436                                   |
| 5.000.000                            | 0,0367                                   |

Fuente: Redbanc.

<sup>a</sup> Tasas en UF del 17-01-2002 convertidas a tipo de cambio dólar de \$650.

La tarifa del cuadro E.2 es válida para los giros de dinero. El precio para otras transacciones es un 50% de ese valor. En el cuadro E.1 se observa que en los cajeros de Redbanc se realizaron más de 176 millones de transacciones estimadas a 2001, de las cuales 108 millones son giros de cajeros ATM. Un segundo ingreso de Redbanc es un cobro fijo por cajero/mes, que en promedio es de UF 8,5 (también el costo medio es menor según el número de cajeros).

Una primera observación de este esquema de tarificación es que a un banco pequeño la transacción le resulta en US\$ 0,11 mientras que a un banco grande le resulta a un tercio de ese valor. Esta diferenciación se ha justificado como un descuento por volumen, pero en realidad no lo es. Esta es una estructura en que se “recorre” la curva de costos medios y se cobra a los pequeños en la parte alta y a los grandes en la parte baja. En un mercado competitivo, todos los consumidores pagan el mismo precio y los vendedores reciben el mismo precio, independiente del volumen comprado o participación de mercado que tenga el proveedor. Si no hay poder de mercado y no se puede segmentar la demanda y discriminar precios, el precio igual para todos es el costo marginal de la última transacción. En el caso de monopolios naturales, el precio debe ser el costo medio, incluido el costo de capital, pero también es igual para todos. De hecho

en las fijaciones tarifarias de los cargos de acceso telefónicos, por ejemplo, el cargo es el mismo por segundo, ya sea que trate de una compañía pequeña que accede a la red de otra utilizando pocos minutos al mes o una grande que utilice muchos.

Al final, la estructura de precios de Redbanc implica un precio 3 veces mayor para los bancos pequeños que no tengan suficiente volumen de transacciones (clientes con tarjetas).

En todo caso, esta descripción se da como ejemplo, puesto que no es tan relevante. Puesto que Redbanc sólo administra el “switch” y no invierte ni administra los cajeros, que es una actividad de cada banco, en realidad este es un costo bajo y no está aquí el negocio de los bancos.

Los bancos en forma independiente invierten en los cajeros (unos US\$ 25.000 c/u) y se encargan de su mantención y administración (e.g. llenado con dinero), por lo que también los bancos se cobran, fuera de Redbanc, una tasa interbancaria por acceso a sus cajeros propios que alcanza a US\$ 0,33 por transacción. En la práctica, al igual que en telecomunicaciones, los bancos grandes (o los bancos que tienen muchos cajeros) tienen el “descalce” a su favor. Recibirán más transacciones de otros en sus cajeros que las que sus clientes de cuentas corrientes harán en los otros cajeros. Por ello, esta tarifa de descalce representa un ingreso neto de los banco grandes y un egreso neto de los pequeños. Al parecer también existe una tarifa distinta dependiendo del volumen de transacciones, lo que no ha sido posible constatar. Tampoco ha sido posible evaluar si esta es una tarifa adecuada, en el sentido de que no genera utilidades sobrenormales como porcentaje de los costos e inversiones realizadas fuera de Redbanc.

Finalmente, es necesario constatar que Redbanc proporciona una gran cobertura y ha recorrido la curva de costos en la tasa de conmutación hasta llegar a costos medios muy cercanos a los marginales. La tarifa media de conmutación de Redbanc es US\$ 0,035. Redbanc tiene una rentabilidad sobre activos de entre

20% y 25%. Es alta para un flujo de bajo riesgo, pero como el capital es pequeño, no está aquí el problema principal.

El principal problema de Redbanc es que no está abierta la entrada. Un nuevo banco de nicho no tiene acceso, o bien se le pide un costo de entrada que puede ser muy alto. En otros casos, simplemente se dice que no hay acceso, como ha sido el caso de financieras que han querido entrar en los noventa.

En resumen, existe una estructura tarifaria que no se justifica como descuentos por volumen y en la práctica implica precios 3 veces mayores para los bancos pequeños en comparación a los grandes, aunque el costo total de conmutación es bajo en tanto las inversiones también lo son. No se ha podido verificar si existe una alta diferenciación por volumen también en la tasa interbancaria o si hay rentas anormales en los pagos de tarifa interbancaria. Sin embargo, el tema de la barrera de entrada a Redbanc sí se considera un problema serio.

## b) Centro de Compensación Automatizado (CCA)

CCA es otra empresa de apoyo al giro formada por 3 bancos en partes iguales. CCA es el “switch” que permite que se haga un cargo (y abono) de una cuenta corriente de un banco a una cuenta corriente de otro banco. Es decir, los bancos se dan acceso a abonos y cargos a sus cuentas corrientes a través de esta empresa, por medios electrónicos.

Con esta empresa en funcionamiento, los bancos pueden ofrecer servicios de pago de remuneraciones con depósito en cuentas corrientes a las grandes empresas, pago de dividendos, pago de cuentas de servicios públicos con descuento directo en cuenta corriente, primas de seguros, compras por Internet o cualquier otra transacción automatizada donde estén involucradas dos cuentas corrientes de distintos bancos.

Primero se formó para abonos y cargos de bajos montos. Luego se liberó el monto del abono aunque el cargo sigue con límite de UF 1.000.

De acuerdo al cuadro E.1, se estima que en 2001 se realizaron más de 8 millones de transacciones y estas se han duplicado cada año desde 1999. Esta empresa está llamada, junto a los ATM y tarjetas de débito, a sustituir el ineficiente uso del cheque. Los beneficios son evidentes. El cuadro E.6 de más adelante muestra que el costo de procesar un cheque es US\$ 1,3 versus US\$ 0,03 para el caso de una transacción electrónica entre cuentas. Este último valor es el costo de operar y mantener un “switch” (como también lo muestra el cuadro E.2 para el caso de Redbanc). Sin embargo, CCA no se financia con una tarifa de conmutación sino que se financia sobre la base de dividir en partes iguales (para todos los bancos que utilizan el sistema) los gastos de administración. En la práctica cada banco paga unos \$ 10 millones al mes, por lo que aquí no está el negocio y este modo de financiar la empresa de apoyo no merece cuestión.

Al igual que en el caso de Redbanc, el negocio para los bancos está en la tarifa interbancaria, que es el costo unitario por transacción que se cobran los bancos por darse acceso a las cuentas. Esta tarifa está diferenciada dependiendo si son abonos o cargos. El acceso para cargos tiene una tasa decreciente por volumen/mes, que va desde UF 0,018 (US\$ 0,45) por las primeras 5.000 hasta UF 0,0075 (US\$ 0,19) para altos volúmenes. Estos valores son muy superiores al costo de “switch” por transacción electrónica. Sin embargo, la tasa por acceder a abonos, que se muestra en el cuadro E.3, depende del tamaño del banco que solicita el abono. Se observa una tarifa muy distinta a los costos de producir el servicio (US\$ 0,03). Además es necesario recordar que CCA se financia con un costo fijo por mes por banco asociado. Evidentemente esta diferenciación por tamaño de banco no se justifica y tampoco el nivel de las tarifas que se cobran. Si bien la tarifa que un banco pequeño paga a uno grande por un abono es la misma que la tarifa que le cobra (US\$ 0,75), al final el descalce es el que determina quien paga y quien recibe. La tarifa de cargos es muy alta, pero la de abonos, simplemente desproporcionada.

**Cuadro E.3**  
**Tarifa interbancaria por abonos CCA**

|                 | UF   | US\$ |
|-----------------|------|------|
| Bancos pequeños | 0,03 | 0,75 |
| Bancos medianos | 0,02 | 0,50 |
| Bancos grandes  | 0,01 | 0,25 |

<sup>a</sup> Tasas en UF del 17-01-2002 convertidas a tipo de cambio dólar de \$650.

Fuente: Elaboración propia.

Aquí hay una evidente discriminación de precios en perjuicio de los bancos pequeños, quienes no tienen posibilidad de competir con los grandes en la oferta de servicios de pago de remuneraciones y otros, en que se requiera hacer muchos abonos en cuentas corrientes de otros bancos. Tienen un precio 3 veces mayor que los bancos grandes y además con un mayor descalce por disponer de menores cuentas corrientes. Además, el precio para los bancos pequeños es 20 veces superior al costo de producir la transacción electrónica (el “switch”).<sup>1</sup>

Otro costo de esta política es que, a pesar que las transacciones se duplican cada año, no se promueve una penetración aún mayor y masiva. Seguimos en Chile con un muy alto número de cheques físicos, unos 300 millones, que tienen un alto costo. Para masificar las tecnologías baratas, se requiere ajustar a costos las tarifas y abrir el acceso sin discriminación, a todos los bancos, e incluso no bancos, que requieran el servicio. Si queremos promover el país de altas tecnologías que decimos querer, estas acciones son necesarias. El cuadro E.4 muestra que las transferencias entre cuentas por Internet han aumentado casi 900% entre junio de 2001 y junio de 2000. Es interesante constatar que los bancos no se cobran por el canje de cheques físicos, de mucho mayor costo, y sí se cobran por los asientos electrónicos. La cámara de compensación de cheques era administrada por el Banco Central de Chile hasta que se le entregó a la Asociación de Bancos. No es una empresa de apoyo al giro.

---

<sup>1</sup> Aunque el servicio completo tiene también costos adicionales al switch, gastos comerciales, etc., aún así no se puede justificar los precios existentes.

## Cuadro E.4

### Resultado de consulta a instituciones sobre sus niveles de operaciones a través de Internet <sup>a</sup>

(mes de junio 2001 y 2000)

| Criterio                                    |                             | Junio 2000 | Junio 2001 | Variación |
|---|-----------------------------|------------|------------|-----------|
| Número de visitas <sup>b</sup>              |                             | 1.753.310  | 4.928.186  | 181%      |
| Número de vistas o impresiones <sup>c</sup> |                             | 15.279.933 | 44.632.577 | 192%      |
| Transacciones                               | Saldos <sup>d</sup>         | 2.892.897  | 6.869.741  | 137%      |
|   | Información <sup>e</sup>    | 533.118    | 2.553.920  | 379%      |
|   | Transferencias <sup>f</sup> | 88.950     | 867.264    | 875%      |
|   | Total (d+e+f)               | 3.514.965  | 10.290.925 | 193%      |
| Número de clientes conectados <sup>g</sup>  |                             | 219.619    | 411.374    | 87%       |

<sup>a</sup> La información de junio de 2001 incluye a 15 bancos con un sitio Web activo e información disponible (2 bancos más que en junio de 2000).

<sup>b</sup> Número de accesos a la ventana principal del sitio Web.

<sup>c</sup> Número total de ventanas abiertas por los visitantes. Mientras mayor sea este número, mayor es la intensidad de navegación y, por lo tanto, mayor es la posibilidad de que los clientes se interesen en alguno de los productos y servicios que ofrece el sitio.

<sup>d</sup> Solicitud de saldos, cartolas o estados de cuentas de productos, tales como, cuentas corrientes, líneas de sobregiro y tarjetas de crédito.

<sup>e</sup> Solicitudes de información y otras transacciones diferentes de saldos y cartolas. Por ejemplo, índices financieros, consultas vía e-mail, consultas legales, publicidad, cambio de clave de acceso, activación de chequeras, bloqueo de tarjetas, etc.

<sup>f</sup> Transferencias entre cuentas corrientes y otros pagos vía sitio web de los bancos.

<sup>g</sup> Número de clientes con clave de acceso al sitio privado y que realizan transacciones en el período.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

### c) Transbank

Cada empresa de apoyo al giro es muy especial y específica. Transbank es la dueña de las licencias de adquirencia que entregan las marcas (Visa, Mastercard, etc.) y reúne a bancos, financieras y ahora último una cooperativa (COPEUCH).

Las marcas de tarjetas entregan dos tipos de licencias. En primer lugar está la licencia de adquirencia, que es la licencia para la relación con el comercio (coloca los POS o “device” electrónico, o el “Imprinter”, para marcar en papel la transacción) y define el “merchant discount” que debe pagar el comerciante por las transacciones. Las marcas también entregan la licencia de emisor de tarjetas.

Los bancos en Chile compiten como emisores de tarjetas, pero están reunidos en la adquirencia a través de Transbank.

Transbank, al igual que Redbanc y CCA, es un “switch” que interconecta todos los POS del comercio. Pero a diferencia de Redbanc, también instala y es dueña de los POS y realiza la labor comercial de relación con el comercio, incluyendo el desarrollo de productos comerciales como el pago contado en tres cuotas. Como todo “switch” tiene muy grandes economías de escala en esa labor, pero no en la labor comercial o de desarrollo. Al igual de las otras dos empresas es muy eficiente en su labor, en el sentido de producir a bajo costo sus servicios para el volumen de actividad que tiene. Al igual que las otras dos empresas, Transbank se financia con una tarifa transaccional, con escala decreciente según volumen de transacciones. Asimismo, cobra al comerciante un valor fijo en promedio de UF 1 por el comodato del POS. Transbank también administra Redcompra (tarjetas de débito). El “merchant discount” va para el emisor, es decir el banco o asociado y no para Transbank.

En primer lugar, es necesario destacar algunas características de nuestro mercado que surge de las entrevistas.

- En promedio, nuestro “merchant discount” es más bajo que en muchos países latinoamericanos, incluso comparable con países desarrollados. Sin embargo, el rango de este descuento, 0,8% para grandes casas comerciales y supermercados y 5% o 6% para pequeños comerciantes (transitoriamente en 4,5% el máximo), es muy amplio. En los EE.UU. los rangos van de 2% a 4%.
- En nuestro país no se ven “imprinters”, sólo POS. Aún en EE.UU. se observa “imprinters” en los taxis.
- La penetración de tarjetas de crédito es baja en términos relativos (cuadro E.1) y no crece; se muestra más bien estancada. Ello en parte se debe a razones culturales asociadas al amplio uso del cheque.

- La participación de unas 30.000 empresas también está estancada. No hay mucho incentivo a expandir el sistema puesto que la base de expansión es comercio pequeño, con poca transacción, donde es menos justificable el POS. Sin embargo, recientemente se ha iniciado un esfuerzo de mayor expansión.

El sistema de tarjetas de crédito es global, en el sentido que todos los adquirentes del mundo están “interconectados” entre si. Cada adquirente, debido al contrato y licencia con las marcas, está obligado a procesar los pagos de emisores que no tienen un contrato de adquirencia con ellos. Así los tenedores de tarjetas internacionales, cuyos emisores no están en Transbank, pueden comprar también en los locales de Tansbank. ¿Cómo funcionan las compensaciones?. Existe un acuerdo de “tasa de intercambio” internacional, que hoy es de 1,75%, que es el “merchant discount” que obtiene el emisor fuera de Transbank. Así Transbank se queda con la diferencia (otra fuente de financiamiento directo para Transbank) y envía el 1,75% al emisor (a su adquirente). ¿Qué ocurre cuando un extranjero compra en un supermercado con “merchant discount” de 0,8%?. Transbank debe pagar la diferencia.

Lo anterior explica que en EE.UU. no existan “merchant discount” tan bajos, pues existen “acuerdos locales de intercambio” similares al acuerdo internacional mencionado.

Vamos directo a la propuesta que puede modificar el estado de cosas, que fue surgiendo de las entrevistas realizadas. Puesto que los bancos no compiten en la adquirencia y están “cartelizados” en ese rol (los que no necesariamente implica extraer rentas anormales) no tienen ellos el incentivo para incorporar comercio. La administración de Tranbank realiza el esfuerzo comercial y de relación con el comercio, pero el beneficio se lo lleva el banco y no Transbank. Si los bancos compitieran en la adquirencia, podrían incorporar a sus clientes comerciantes con menores “merchant discount”. En la actividad comercial no hay economías de escala significativas. La competencia por precios bajaría el costo de los pequeños comerciantes y subiría el precio de las grandes casas de comercio, para lo cual se requiere un acuerdo de intercambio local similar al internacional. En los casos en que no se justifique el POS, se podría poner el “imprinter” y el banco tendría la

relación directa, la afiliación y los pagos, como parte de la relación comercial con el comercio.

En algunos países latinoamericanos la competencia de adquirencia entre bancos ha traído también la ineficiente duplicación de POS en cada establecimiento comercial. Transbank debe seguir siendo el “switch”, proveer los servicios de instalación y procesamiento, de modo de aprovechar la actividad donde si existen las grandes economías de escala.

## E.2.2 Empresas de apoyo al giro del mercado de valores

Aquí nos referimos a dos empresas, bolsas de comercio y Depósito Central de Valores DCV.

Los problemas propios de las bolsas de comercio se encuentran bien descritos en de la Cuadra y Galetovic.<sup>2</sup> Esencialmente existe el conflicto entre los accionistas de las bolsas debido a que es obligación legal para transar en bolsa que exista una y solo una acción para cada corredor. En la práctica, los derechos de bolsa proporcionales a los montos transados, implica que las utilidades de la Bolsa de Comercio se reparten proporcional al número de corredores y los ingresos los generan los corredores que realizan las transacciones. Existen muchos que no transan y reciben la renta. Puesto que la Bolsa de Comercio es muy anterior al desarrollo del actual esquema de normativa y regulación, existe un derecho adquirido y patrimonial difícil de modificar. En la práctica, ha sido la competencia de bolsas la que ha bajado los derechos. La Bolsa Electrónica se define como de apoyo al giro, no maximiza utilidades y tiene abierta la entrada a valor libro a cualquier nuevo corredor. Esta bolsa, fundada por la entrada de los bancos en el negocio de correduría, desde la Ley de 1986, es la que ha traído cierta rivalidad competitiva. La “desmutualización” del negocio de correduría (permitir corredores sin ser accionistas de la bolsa), puede ser una gran solución, siempre que se resguarde que los derechos y tarifas se ajusten a costos y se defina a las bolsas como de apoyo al giro, es decir no maximizadora de utilidades.

Finalmente, DCV es uno de las más recientes empresas de apoyo al giro. Ha invertido para “despapelizar” la custodia de valores y mejorar la seguridad de las transacciones, mediante el almacenamiento seguro de los valores y el procesamiento y registro electrónico de las transacciones y los “settlement”. Presta también servicios de notificación de pagos de dividendos, etc. Se financia con tarifas fijas de administración de valores, de registro y compraventa, de notificación, etc. También es muy utilizado el sistema de altos descuentos por volumen.

En general, tiene una política de rentabilidad de 20% sobre su capital. A diferencia de las empresas tipo “switch” (bancarias) y en común con las bolsas, el capital requerido y costos de administración son más elevados, por lo que esta política de rentabilidad global puede resultar en tarifas y costos significativos. En general, no se justifica una política de ROE alto para ninguna empresa de apoyo al giro, que tiene flujos muy ciertos y poco riesgosos por su característica de monopolio natural. No se justifica una política de rentabilidad por encima de 12%.

### E.3 El impuesto al cheque

En esta sección, se presentan dos propuestas destinadas a modificar el impuesto al cheque. Estas propuestas tienen como finalidad desincentivar el uso del cheque debido a su alto costo e incentivar el uso de las transacciones electrónicas y giros de cajeros. Las propuestas se basan en la mantención de una recaudación fiscal constante.

En la primera sección se presentan las transacciones afectas a este impuesto y su importancia relativa en el total de transacciones. Posteriormente se exponen los supuestos y fuentes de información utilizados. Finalmente, se presentan los resultados de las propuestas.

---

<sup>2</sup> S. de la Cuadra, S. y A. Galetovic (1997) “Consecuencias de la Fusión de Bolsas”, septiembre.

De acuerdo al Decreto Ley N° 3.475 de Impuesto de Timbres y Estampillas, están afectos a una tasa fija de impuestos todos los cheques girados en el país. Este mismo impuesto se aplica a cada giro o pago que se efectúa con motivo de una orden de pago, como también cualquier otro giro, cargo o traspaso de fondos, que autorice u ordene o efectúe el comitente de su cuenta corriente que mantenga situado en el país o en el exterior, siempre que no se emita un cheque para este efecto.

El Cuadro E.5 muestra las transacciones afectas al impuesto al cheque y el volumen de transacción para cada ítem.

**Cuadro E.5**  
**Número de Transacciones afectas al impuesto al cheque**

|   | <b>1999</b> | <b>2000</b>       | <b>2001</b>        | <b>2000/2001(%)</b> |
|---|-------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| Cheque <sup>a</sup>                         | 309.264.935 | 301.007.077       | 294.509.037        | -2.,2%              |
| Giro ATM                                    | 74.466.254  | 84.984.423        | 108.526.817        | 27,7%               |
| Tarjeta de débito <sup>b</sup>              | 469.127     | 1.971.873         | 9.581.750          | 385,4%              |
| Transacciones electrónicas CCA <sup>c</sup> | 873.911     | 1.363.609         | 2.736.345          | 100,7%              |
| Transacciones vía Internet <sup>d</sup>     | nd          | 1.067.398         | 10.407.168         | 875,0%              |
| <b>Total</b>                                | <b>nd</b>   | <b>390.394380</b> | <b>425.761.117</b> | <b>9,3%</b>         |

<sup>a</sup> Cheques presentados. Cifras 2001 anualizada a partir de cifras de enero-agosto.

<sup>b</sup> Tarjetas de débito corresponde al uso de tarjeta de débito en el comercio. Datos de 2001 anualizados a partir de datos a junio del 2001

<sup>c</sup> Corresponde a las transacciones afectas al impuesto, es decir, cargos en cuenta corriente, que corresponde a un tercio de las transacciones totales de CCA.

<sup>d</sup> Cifras de 2000 y 2001 corresponden a transferencias de junio de cada año anualizadas (ver cuadro E.4).

Las fuentes de los datos del cuadro E.5 se exponen a continuación.

- El número de cheques presentados corresponde el número de cheques totales que se presentan a cobro y fueron obtenidos de la revista “Información Financiera” de agosto del 2001 publicada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). El monto total de cheques para el 2001 fue anualizado en forma lineal tomando como base el número de cheques presentados para el período enero-agosto del 2001.

- El número de transacciones por giro ATM fue proporcionado por Redbanc y corresponde sólo al número de transacciones que están afectas a impuesto, de acuerdo a la información proporcionada por la propia empresa.
- El número de transacciones por concepto de tarjetas de débito corresponde a las transacciones realizadas con tarjeta de débito en el comercio. Los datos se obtuvieron de la revista Información Financiera de la SBIF de junio del 2001. El monto total de transacciones para el 2001 fue anualizado tomando como base el número de transacciones para el período enero-junio del 2001.
- Los datos de las transacciones de CCA fueron proporcionados directamente por esta entidad. Es necesario notar que aproximadamente un tercio del total de transacciones de la CCA está afecta a impuestos, de acuerdo a información proporcionada por la propia empresa, que corresponde a los cargos en cuenta corriente.
- Los datos de las transacciones por Internet fueron obtenidos de la SBIF (La banca en Internet, junio del 2001) y se anualizaron sobre la base del número de transacciones consultadas a los bancos a junio del 2000 y junio del 2001. La información de junio de 2001 incluye a 15 bancos con un sitio web activo e información disponible. Las transacciones vía Internet incluyen transferencias entre cuentas de distintos bancos, transferencias dentro de un mismo banco (transferencia entre cuentas corrientes, transferencias cuenta corriente-línea de crédito, pago de tarjeta de crédito) así como compras realizadas a través del sitio web de los bancos (incluye compra/venta de acciones, bienes tangibles, etc.). Es necesario notar que existe cierta duplicidad en la contabilidad del número de transacciones totales del cuadro E.5 puesto que las transferencias entre cuentas de distintos bancos, ya están contabilizadas dentro del número de transacciones de la CCA. Sin embargo, la gran mayoría de las transacciones vía Internet aquí contabilizadas corresponden a operaciones dentro del mismo banco (más de un 90%), aunque se espera un crecimiento explosivo de las transacciones entre cuentas de distintos bancos en la medida que esta modalidad se masifique dentro de la banca.

El cuadro E.6 resume el costo por transacción, de acuerdo a información recolectada en las entrevistas. Se observa que las transacciones electrónicas cuestan un décimo de los giros de cajero y débito y un cuarentavo del costo del cheque.

Cuadro E.6  
Costos por transacción

| <b>Item</b>                             | <b>Costo (US\$)</b> |
|---|---------------------|
| Cheques                                 | 1,30                |
| Giro cajero ATM                         | 0,33                |
| Tarjetas de débito                      | 0,33                |
| Transacciones electrónicas <sup>b</sup> | 0,03                |

<sup>b</sup> Internet y CCA.

### a) Propuestas

En esta sección se presentan dos propuestas de modificación al impuesto al cheque. Ambas proposiciones suponen mantener una recaudación fiscal constante, la cual se calculó utilizando el número de transacciones totales afectas a impuesto para el año 2001 multiplicado por el valor promedio del impuesto del mismo año (\$128 pesos). El cuadro E.7 resume las dos propuestas e indica el monto del nuevo impuesto bajo los supuestos presentados a continuación.

## Cuadro E.7

### Propuestas de modificación al impuesto al cheque para igual recaudación

|   | Situación Actual <sup>a</sup> |                      | Propuesta 1   |                | Propuesta 2                          |                |
|---|-------------------------------|----------------------|---|----------------|--------------------------------------|----------------|
|   |                               |                      | Homogenización costo relativo del impuesto <sup>c</sup> |                | Eliminación Impuesto excepto cheques |                |
|   | Costo Unitario (US\$)         | Impto. (% del Costo) | Impto. (US\$)   | Impto. (pesos) | Impto. (US\$)                        | Impto. (pesos) |
| Cheques                                 | 1,30                          | 15%                  | 0,26  | 167,79         | 0,28                                 | 185,04         |
| Giro ATM y tarj. de débito              | 0,33                          | 60%                  | 0,07  | 42,59          | 0,00                                 | 0,00           |
| Transacciones electrónicas <sup>b</sup> | 0,03                          | 656%                 | 0,01  | 3,87           | 0,00                                 | 0,00           |

<sup>a</sup> El impuesto a las transacciones en 2001 es de \$128 por transacción, es decir, US\$ 0,19692 utilizando un dólar de \$ 650 pesos.

<sup>b</sup> Internet, CCA.

<sup>c</sup> Suponiendo una recaudación constante, y relación Impto./Costo similar para cada ítem (19,86%).

En el cuadro E.7 se observa que el impuesto parejo de \$128 representa una tasa de impuesto como porcentaje del costo de la transacción (cuadro E.6) de 15% para el cheque, 60% para giros ATM y pagos con tarjeta de débito y hasta un 656% para transacciones electrónicas.

### Propuesta 1: Homogenización del porcentaje del impuesto sobre el costo

Esta propuesta supone mantener una tasa Impuesto/Costo similar para cada ítem, equivalente a un 19,86%, que es la tasa que resulta de homogenizar el impuesto con igual recaudación. Para efectos del análisis, se unió el número de giros ATM con el número de transacciones de tarjetas de débito debido a que presentan el mismo costo. El resultado arroja un aumento del impuesto al cheque llegando a \$ 168. Las transacciones realizadas mediante giro ATM y tarjeta de débito bajan drásticamente a \$ 43 y las transacciones electrónicas muestran la mayor baja llegando a \$ 4.

## Propuesta 2: Eliminación del impuesto a la recaudación excepto cheques.

La anterior propuesta supone tres tasas de impuesto distintas, lo que resulta engorroso. Esta propuesta propone eliminar el impuesto para las transacciones realizadas vía Internet, CCA, giros de cajeros ATM y tarjetas de débito, dejando solamente al cheque afecto a impuesto. La nueva tasa de impuesto al cheque se obtiene dividiendo la recaudación fiscal estimada para el 2001 por el número de cheques presentados a la misma fecha. El resultado arroja un aumento del impuesto al cheque llegando a \$ 185. Se recomienda esta segunda versión.

### E.5 Conclusiones

En general, las empresas analizadas no han sido autorizadas como empresas que son una “facilidad esencial”, concedida con el propósito de mejorar un mercado para todos los oferentes y demandantes de él. Por ello, sus accionistas buscan rentas, puesto que hay derechos patrimoniales adquiridos que no son de fácil solución. El caso más claro es el de la Bolsa de Comercio.

Sin embargo, este anexo nos ayuda a definir principios y criterios de administración que deben seguir futuras autorizaciones y se debe buscar la forma de que las actuales puedan propender a estos criterios. Un camino en este último caso es el uso de las normas de competencia vigentes.

Es necesario reconocer el tremendo aporte que han realizado estas empresas en el desarrollo de sus respectivos mercados. En el caso de Chile, mercado muy pequeño, la solución chilena de empresas únicas bancarias ha sido muy adecuada y ha permitido efectivamente aprovechar las economías de escala. Con volúmenes mayores y la eventual globalización regional de algunos servicios, puede surgir una competencia de redes, en cuyo caso es necesario regular la interconexión. Sin embargo, en general, es conveniente una empresa única en el dominio de las economías de escala. Asimismo no es conveniente que esa

empresa participe en actividades comerciales a cuenta de sus asociados, pues se pierden potenciales beneficios de la competencia.

Los principios son tres. En primer lugar que las empresas sean “facilidades esenciales” y por ende no maximizadoras de utilidades. Una rentabilidad razonable, ajustada al riesgo propio de los momentos o desarrollo de los sistemas, se justifica. Una vez consolidados los sistemas, rentabilidades de entre 20 y 25% que hoy tienen todas estas empresas no se justifica y una rentabilidad de 12% es razonable.

El segundo principio es que la empresa esté abierta a la entrada. Este problema es grave en Redbanc y en la Bolsa de Comercio. La entrada debe ser a precio eficiente y no generar renta adicional de acuerdo al criterio anterior. Por ejemplo, se puede adoptar la convención que el valor de entrada debe ser reinvertido, o bien ser a valor libro, como en el caso de la Bolsa Electrónica.

El tercer principio es que la estructura de tarifas debe ser eficiente, con el nivel necesario para cumplir el requisito primero. La actual práctica de “descuentos por volumen” no es eficiente y en muchos casos es en realidad un precio discriminatorio, donde el pequeño paga 3 veces más que el grande por el mismo servicio. Esta estructura tarifaria es discriminatoria pues en parte está motivada en cobrar a cada uno algo menos del “precio de fugarse”. Las tarifas eficientes (y la rentabilidad que implican) también es un criterio para la actividad de interconexión o acceso que se da fuera de la empresa de apoyo propiamente tal, como las tasas interbancarias de acceso a los competidores.

Finalmente, se ha realizado una propuesta que estimule la sustitución de medios de pago físicos por los muchísimo más convenientes y baratos medios de pago electrónicos, que dice relación con la eliminación del impuesto al cheque para los últimos.

La propuesta general de las empresas de apoyo al giro, descrita en la sección 3.3 del texto principal, es definir los principios y criterios en las leyes, requerir que el Superintendente respectivo deba recolectar toda la información necesaria para

verificar el cumplimiento de los principios y poner esa información a disposición del público, de modo de que las leyes de competencia puedan funcionar con mayor fluidez y transparencia.