



Capítulo 10

El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario *Big-Bang* Para el Crecimiento*

Patricio Arrau P.

Ingeniero Comercial, Universidad de Chile.
PhD. en Economía, Universidad de Pennsylvania.
Consultor internacional. Socio de Gerens S.A.

Email: parrau@gerens.cl

* Agradezco los comentarios de Fernando Larraín y Rodrigo Vergara a una versión anterior de este documento, así como las conversaciones y/o minutas proporcionadas por Jorge Bustos, Antonio Recabarren y Salvador Valdés. Sin embargo, los errores y omisiones, así como las opiniones expresadas en este documento, son de exclusiva responsabilidad del autor.

I. MOTIVACIÓN

El mercado de capitales es esencial para asignar eficientemente los recursos de ahorro hacia los distintos proyectos de inversión que crean empleo y riqueza para los chilenos. Su aporte como columna vertebral del sistema económico excede en mucho su aporte directo al PIB nacional.

El mercado de capitales chileno tuvo un extraordinario proceso de crecimiento entre 1980 y 1995. Fueron 15 años de impresionante mejoramiento de los índices de transacciones (liquidez), capitalización de mercado y creación de nuevos instrumentos e instituciones. Este fue un proceso continuo de aprendizaje, tanto de los actores del mercado como de los reguladores. La expansión económica de Chile entre 1984 y 1997 no puede entenderse sino en conjunto con la expansión del mercado de capitales y del sistema financiero.

Claves en este proceso fueron la liberalización de las tasas de interés en la segunda mitad de los 70, la reforma del sistema de pensiones de 1980, las nuevas leyes de valores y de sociedades anónimas de 1981, la reforma tributaria de 1984, la nueva Ley de Bancos de 1986, la privatización con propiedad desconcentrada de las grandes empresas de servicios públicos y bancos desde la mitad de la misma década, el positivo impacto que tuvo en la comunidad financiera internacional el retorno a la democracia y la continuidad de las políticas seguidas desde entonces, incluido el éxito que tuvo el naciente Banco Central autónomo en reducir la inflación en los 90.

Este proceso empezó a debilitarse y a estancarse severamente desde 1995 en adelante; es decir, antes de que la crisis asiática golpeará a la economía chilena y que los capitales externos se hicieran escasos.

El propósito fundamental de este artículo es realizar propuestas concretas para un indispensable reimpulso del mercado de capitales chileno, para lo cual es necesario realizar un breve recuento y diagnóstico de la evolución de dicho mercado. El énfasis es propositivo y no analítico. Se enuncian ideas y proposiciones para el debate, desprovistas de un análisis detallado, y menos justificadas con método científico. Aunque hay contribuciones nuevas, el trabajo no pretende mayor originalidad, sino que recoge varias propuestas realizadas por distintos actores y observadores del mercado de capitales durante los años noventa.

Se afirma que se acabó el tiempo para “reformas graduales”. Se sugiere que a través de dicha política Chile ha perdido el paso y se ha sumido a los actores del mercado en un profundo sopor y desencanto con casi seis años de anuncios insatisfechos. Ello se cierne como una gran ame-

naza para posicionar al país en el concierto de la competencia global. Es imprescindible realizar lo que se conoce en la literatura como un big-bang financiero, al igual que Australia y Nueva Zelandia en el primer quinquenio de los ochenta; Inglaterra, Francia, España y Japón en el segundo quinquenio de esa misma década. Ello no es más que un conjunto de medidas de desregulación del mercado, un fuerte golpe de campana que anuncie a todos los vientos un cambio de política financiera en Chile, que remueva el sopor de los actores nacionales e internacionales y que coloque de nuevo a Chile en la competencia seria por un centro financiero regional. La analogía con ese gran estallido que dio inicio al universo ahorra muchas palabras.

Por último, una advertencia. El mercado de capitales es un todo que incluye instituciones bancarias y no bancarias. En este trabajo se analizan solamente las segundas, correspondiendo a otro trabajo de este mismo libro el análisis de las instituciones bancarias y de regulación consolidada de todo el sistema.

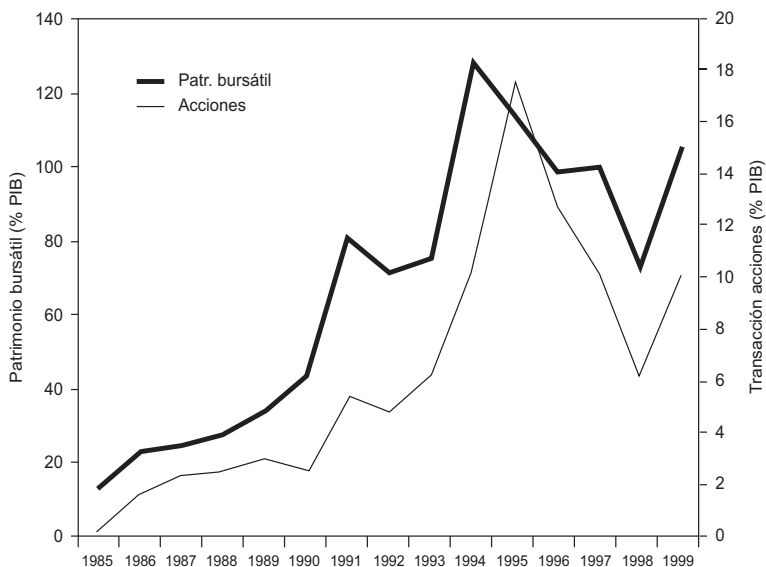
II. EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y DIAGNÓSTICO DEL ESTANCAMIENTO

Entre 1980 y 1995, mercado de capitales tuvo un extraordinario desarrollo, con una fuerte expansión de las instituciones, actividad y sofisticación de los instrumentos. La liberalización de las tasas de interés en la segunda mitad de los 70 fue el primer paso en este proceso que es sabido, no estuvo exento de problemas al descuidarse un desarrollo institucional del sistema bancario, lo que desencadenó la crisis de 1982. Sin embargo, en los 80 se corrigieron los problemas de la banca y se enfatizó el desarrollo del mercado de capitales con el fortalecimiento de sus leyes y la creación de nuevas instituciones. Así se reforma el sistema de pensiones en 1980, se crean nuevas leyes de valores y de sociedades anónimas en 1981, se realiza la reforma tributaria de 1984, se modifica la Ley de Bancos en 1986, se privatizan las grandes empresas de servicios públicos y se reimpulsa la banca privada desde la mitad de la misma década. Asimismo, la autoridad flexibiliza gradualmente las inversiones de los fondos de pensiones lo que permite un proceso de aprendizaje de los actores privados y públicos en el manejo y operación de las nuevas instituciones del mercado¹.

¹ Para un análisis más detallado de todo este proceso véase Arrau, P. (1997).

En efecto, en el período que va entre 1985 y 1995 los montos transados en acciones pasaron desde 0,32% del PIB hasta 17,51% en ambas fechas (Gráfico 1). De modo similar, el patrimonio bursátil se incrementó desde representar 13,08% del PIB hasta 127,83% en 1994.

GRÁFICO 1 TRANSACCIÓN DE ACCIONES Y PATRIMONIO BURSÁTIL (% PIB Nominal)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

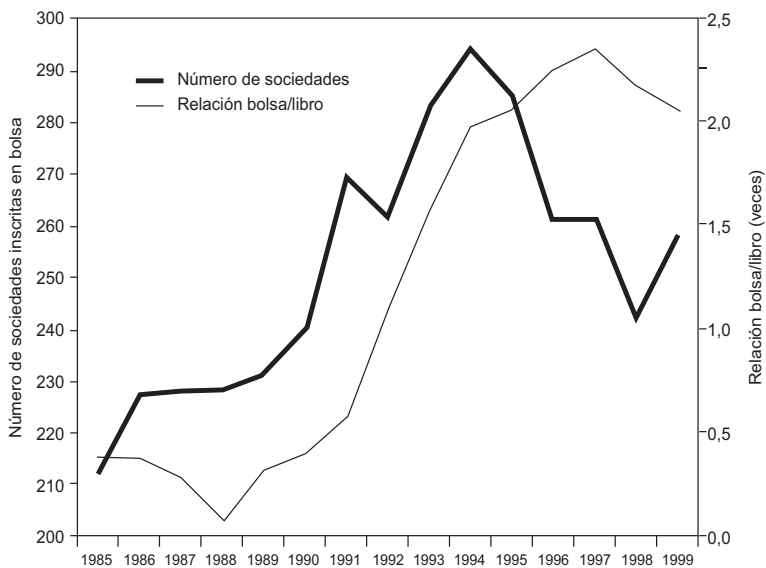
En términos de la relación Valor Bolsa/Valor Libro, el indicador pasó desde 0,31 veces en el año 1985 hasta 2,35 veces en 1994 en un contexto en que el número de empresas listadas en la Bolsa de Comercio comienza a crecer en forma importante desde 1991 (Gráfico 2).

Nadie duda que el desarrollo del mercado de capitales chileno está íntimamente ligado al crecimiento de los fondos de pensiones, quienes pasaron a ser un actor de gran relevancia en el mercado de capitales.

Como se observa en la Gráfico 3, el valor de los fondos de pensiones crece aceleradamente, llegando a representar a fines de 1999 el 52,6% del PIB nacional, casi US\$ 40 mil millones.

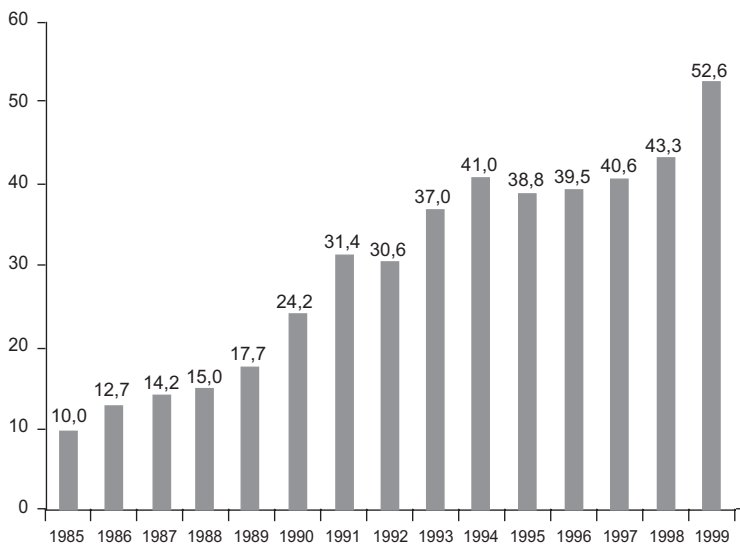
El proceso de desarrollo del mercado financiero nacional no sólo alcanzó al mercado accionario sino que a otros instrumentos de financiamiento para las empresas. Por ejemplo, entre las fechas en análisis los bo-

GRÁFICO 2 NÚMERO DE SOCIEDADES Y RELACIÓN BOLSA/LIBRO



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

GRÁFICO 3 TAMAÑO FONDO DE PENSIONES (% PIB NOMINAL)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

nos emitidos por las empresas pasan desde 1,53% del PIB hasta un máximo de 5,55% en 1991 y los fondos de inversión de capital extranjero alcanzan un 3,95% del PIB en 1994.

En el año 1995 las perspectivas eran promisorias. La flexibilización de varias leyes del mercado de capitales en 1994-1995 y los acuerdos para aprobar la nueva Ley de Bancos en 1995 sugerían en aquella época la posibilidad de convertir a Santiago en un centro financiero regional.

Sin embargo, este proceso comenzó a debilitarse severamente desde 1995 en adelante; es decir, dos años antes que la crisis asiática alcanzara nuestras costas. Las razones de este estancamiento son diversas. Entre 1995 y 1997, el debilitamiento del mercado no puede explicarse por la escasez de capitales externos o por los procesos de fusiones o adquisiciones que concentraron la propiedad de grandes empresas desconcentradas a partir de 1997. Más bien se explica por medidas de política (o la falta de ellas) de parte de la autoridad económica, que a su vez respondían a dos concepciones de la autoridad que terminaron ahogando el mercado.

II.1 Dos concepciones de política de la autoridad económica

Es posible identificar dos grandes concepciones de la autoridad económica en los 90 que la llevaron a tomar medidas (o a no tomar otras) que contribuyeron al estancamiento del mercado de capitales: a) el enfoque de política macroeconómica y cuenta de capitales, que ha impedido una integración financiera con el resto del mundo; y b) un enfoque legal y de fiscalización que ha impedido la innovación y rápida adaptación de los actores e instituciones del mercado a las cambiantes condiciones. La primera es una concepción macroeconómica y la segunda una regulatoria microeconómica.

a) Política macroeconómica y de cuenta de capitales

El mercado de capitales fue de alguna manera asfixiado ante la preeminencia de la prioridad macroeconómica que existía previo a 1997. En aquella época la política macroeconómica consistía en un muy activo uso de la política monetaria (tasas de interés) para controlar la demanda doméstica, junto a una política de control de flujos de capitales externos y de banda cambiaria que intentaban evitar que los capitales externos estimularan demasiado la demanda interna y apreciaran el tipo de cambio en

exceso. Se intentó cautelar así cierta autonomía en materias de política monetaria con el fin de reducir la inflación y se aplicó una política de “apertura gradual” de la cuenta de capitales.

El sistema funcionó bien hasta principios de 1995. En el primer quinquenio de los 90 Chile era una economía riesgosa desde el punto de vista de los inversionistas. Además de los riesgos que suponían una reciente vuelta a la democracia, basta recordar que en 1990 se debió renegociar los pagos de la deuda externa porque el país no tenía acceso libre a los flujos internacionales de largo plazo. Sin embargo, las cosas mejoraron con rapidez. El beneficio económico de la conjunción de libertades políticas y económicas se instaló con fuerza en la mente de los actores y así lo entendió la comunidad financiera internacional. En 1990 se renegóció la deuda externa y CTC (Compañía de Teléfonos de Chile) abrió los mercados latinoamericanos con su colocación de ADR. Dos años después la economía fue ranqueada “grado de inversión” (BBB), nota que subió a A- en 1995².

Al disminuir el riesgo país, la combinación riesgo-rentabilidad sustentada en la política macroeconómica se volvió más compleja y se constituyó en fuente de escondidos desequilibrios financieros. La gran abundancia de liquidez internacional junto a las altas tasas de interés interna y el tipo de cambio semifijo en el piso de la banda se sumaron para atraer un gran flujo de capitales externos a partir de 1995.

El Banco Central privilegió su rol macroeconómico (inflación) por sobre su rol microeconómico que le dicta fortalecer el sistema de pagos y, por ende, el sistema financiero. Así la autoridad macroeconómica respondió desde 1995 deteniendo el proceso de apertura gradual de la cuenta de capitales e intentando controlar estos flujos. Se expandió el uso del encaje a los ADR secundarios y a las entradas de capital del DL 600 para fines de inversión financiera. Con el loable objetivo de entregar autonomía a la política monetaria, controlar la demanda interna y procurar estabilidad cambiaria, se inhibió la innovación e integración financiera internacional y se debilitó la confianza de los agentes internos y externos respecto de los avances hacia un sistema de mercado cambiario y financiero abierto en Chile.

Los controles de capitales empezaron a hacer agua. Los flujos de capitales estimulaban en forma directa la demanda interna y el Banco Central respondía subiendo aún más las tasas de interés domésticas (*e.g.* diciembre de 1995 cuando se elevó la tasa en un punto a UF más 7,5%). Por su parte, la comunidad financiera internacional y las grandes empresas con

² Véase Arrau, P (1996) para una mayor descripción de este proceso.

acceso a los mercados internacionales respondían con más flujos de capitales y la economía respondía apreciando el tipo de cambio real y expandiendo el exceso la demanda de bienes y servicios. Era un círculo que tenía la apariencia de círculo virtuoso, pero en realidad era un círculo vicioso.

La apreciación cambiaria que vino con este régimen de políticas macroeconómicas esencialmente controlador debilitó las exportaciones, nuestro motor de crecimiento; elevó a más de 5% el déficit de la cuenta corriente, el cual se volvió crónico; y generó soterrados desequilibrios de descalce cambiarios en el financiamiento de los activos de las empresas.

En resumen, el Banco Central privilegió su papel de estabilizador de la macroeconomía y abandonó el rol de fortalecer la microeconomía financiera. Esta historia muestra que no se puede hacer lo primero sin lo segundo. La macroeconomía no es una disciplina independiente sino la suma de las decisiones de los actores individuales. Si no se pone cuidado en los incentivos al nivel microeconómico, la macroeconomía termina pasando la cuenta.

b) Enfoque legal y de fiscalización

Un segundo aspecto de política financiera que ha sido determinante en el actual estado del mercado de capitales es lo que llamamos enfoque legal y de fiscalización. Se refiere a las normativas y leyes asociadas al mercado de capitales y a los fiscalizadores. Tanto las Superintendencias de Bancos, Valores y Seguros y AFP, como el Banco Central de Chile y el Servicio de Impuestos Internos han utilizado un modo de legislar y fiscalizar que afecta el desarrollo del mercado.

El problema tiene tres aspectos. En primer lugar, nuestro sistema legal no es el mejor para las finanzas. David Gallagher en su “mirada gringa”³, nos recuerda este “problema de fondo” con nuestra “tradición burocrática de derecho civil, de ley escrita, que no se ve en ningún centro financiero importante”.

“Los grandes centros financieros internacionales del mundo –Londres, Nueva York, Hong Kong, Singapur– tienen derecho consuetudinario, o *common law*. La consecuencia es que la ley tiene mucho más capacidad de responder en forma flexible y rápida a lo que es el mundo más veloz que existe: el mundo financiero”.

³ Véase, Gallagher, D. (1998)

Si bien este aspecto no tiene mucha solución, el caso de España muestra que es posible sortear este problema si se legisla con cuidado. Al contrario, en Chile tendemos a agravar este problema con el modo de legislar y de fiscalizar. La “costumbre” chilena de leyes extremadamente detallistas y reglamentarias lleva a un engorroso y burocrático sistema de autorizaciones previas y complejos contratos para precaver tanta contingencia legal. Las leyes y normas del mercado de capitales son especialmente exageradas en estos aspectos. Emblemático es el caso del DL 3.500 que regula el sistema de fondos de pensiones y sus portafolio a un detalle desproporcionado. Este segundo problema tiene solución, sin embargo, redactando leyes y normas menos detallistas y entregando mayor iniciativa a los actores del mercado. Algo se ha avanzado con las nuevas normativas de autorregulación de los bancos, por ejemplo, y es necesario extender esta descentralización a los otros actores del mercado de capitales.

A este marco institucional-legal, se suma un tercer aspecto del problema que es el enfoque de fiscalización y supervisión seguido por las autoridades. Éste enfatiza en exceso el “control preventivo” *ex ante*. Ello no es más que una presunción de parte de la autoridad de que los actores del mercado buscan en general abusar, monopolizar o evadir impuestos y que se requiere normativas preventivas que impidan cualquiera de estas acciones a todos por igual. El costo de ese enfoque es desincentivar la innovación, deprimir los espíritus creadores y estimular los espíritus rentistas.

II.2 Caída de la liquidez en el mercado

El mejor barómetro de un mercado de capitales es su grado de liquidez. Una mayor liquidez se traduce en primer lugar en una reducción de la prima o castigo por iliquidez; es decir, del riesgo de no poder liquidar la inversión. En efecto, la corredora Larraín-Vial estima que la prima por iliquidez se ha incrementado en los últimos años en 350 puntos para las empresas IPSA y en 500 puntos base para las empresas IPSA que no tienen ADR. En segundo lugar, una mayor liquidez genera una externalidad positiva puesto que genera mayor confianza en el mercado como indicador del verdadero valor de las empresas y una menor probabilidad de enfrentar abusos y manipulaciones de precios. La mayor liquidez y la confianza en el mercado se retroalimentan mutuamente en un círculo virtuoso.

De los gráficos 1 y 2 se observa un continuo proceso de estancamiento y posterior deterioro de los indicadores de liquidez de la bolsa de valores doméstica desde 1995. En efecto, el indicador de transacción de

acciones como porcentaje del PIB cierra la década pasada en 10,17%, más de 7 puntos porcentuales por debajo de su máximo histórico de 1995 (17,51%). El patrimonio bursátil, por su parte, pasó desde 128% del PIB en 1995 a 73% en 1998, para recuperarse parcialmente al cierre de 1999 (105%).

Una mejor forma de evaluar donde se encuentra Chile en el concierto mundial respecto al barómetro de liquidez es comparar el cociente entre el valor transado anual accionario sobre la capitalización de mercado con otros países, tanto emergentes como desarrollados. Para ello, se tomó este indicador para el período 1995-1997 de modo de no contaminar el análisis con la crisis asiática de mediados de 1997. Este indicador dice qué porcentaje de las acciones emitidas y registradas en bolsa es efectivamente transado en un año.

CUADRO 1 LIQUIDEZ MERCADOS ACCIONARIOS
Cifras en %

País	1995	1996	1997	Promedio 1995-97
<i>Emergentes</i>				
Argentina	12,2	9,8	43,4	21,8
Brasil	53,6	51,7	79,6	61,6
Chile	15,0	12,8	10,3	12,7
Grecia	35,7	34,3	61,7	44,0
Indonesia	22,0	35,3	143,1	66,8
México	37,9	40,4	33,6	37,3
Perú	33,4	31,0	23,2	29,2
<i>Desarrollados</i>				
Australia	40,2	46,6	58,0	48,3
España	30,2	103,4	156,0	96,5
EE.UU.	74,5	83,9	90,3	82,9
Gran Bretaña	36,2	33,2	41,5	37,0
Irlanda	129,2	100,2	147,6	125,7
Japón	33,6	40,5	56,5	43,5
Nueva Zelanda	26,3	23,0	35,4	28,2
Singapur	40,9	28,5	60,2	43,2

Fuente: Elaborado en base a IFC, "Emerging Stock Markets Factbook 2000".

Los resultados para Chile son elocuentes. Como se observa en el Cuadro 1, el indicador de Chile desciende desde 15% en 1995 hasta 10% en 1997 con un promedio de 12,7% para el período. Las cifras muestran claramente un estancamiento en el volumen de transacciones del mercado

accionario nacional y una débil posición frente a otras plazas bursátiles de la región y de mercados emergentes. Con la excepción de México y Perú, la tendencia de los otros cuatro países emergentes de la muestra, al igual que la totalidad de los países desarrollados, fue incrementar el índice en estos años (Cuadro 1). Chile, al contrario, muestra una sistemática reducción durante este período lo que indica que la disminución de la liquidez representa un problema idiosincrático y no puede explicarse como un fenómeno global.

El indicador de Chile en promedio en este período se presenta desfavorable frente a Argentina, que tiene un indicador de liquidez promedio de 21,8%, Brasil, con 61,6%, México con 37,3%, e incluso Perú, con 29,2%.

Si se compara con los países desarrollados, se observa una brecha aún mayor en el indicador de liquidez, donde el grupo seleccionado va desde un 28% para Nueva Zelanda hasta un 126% para Irlanda.

Si bien es necesario destacar que Chile tiene una capitalización de mercado alta en comparación con estos países como porcentaje del PIB, ello no es excusa para tener un menor índice de liquidez.

II.3 Explicaciones para la caída de liquidez

Algunas explicaciones de esta pérdida de liquidez fueron presentadas por Fernando Larraín y Francisco Murillo en el Encuentro de Finanzas de ICARE de 1998⁴, a las cuales se agregan otras. Algunas causas son independientes, es inevitable en alguno de los argumentos abajo expuestos que aparezcan explicaciones “circulares”, en el sentido que la iliquidez del mercado ha sido causada por decisiones que a su vez causan mayor iliquidez y se refuerce un círculo vicioso.

- El enorme tamaño relativo alcanzado por los fondos de pensiones es una medida del éxito del sistema. Sin embargo, la regulación del sistema se encuentra atrasada y se ha traducido en una concentración en pocas manos del manejo de estos fondos, los que de alguna forma se han constituido en un “monopsonio” como demandante de instrumentos. Esta concentración se traduce en menor liquidez. Además, la regulación de rentabilidad mínima fortalece este efecto, creando un comportamiento manada que en la práctica se constituye en una especie de “cartel” respecto a donde asignar los fondos.

⁴ Véase Larraín, F. (1998) y Murillo, F. (1998).

Las AFP pequeñas solo pueden seguir a las grandes para evitar el riesgo de pérdidas asociadas a desvíos de la banda de rentabilidad mínima. Aunque el efecto manada es común a los sistemas de pensiones en general, en Chile es excesivo. No es exagerado decir que las decisiones de inversión de US\$ 40.000 millones se concentran en sólo cinco mesas de dinero de las AFP más grandes, lo que no puede ser una base de un sistema competitivo y sano.

- El mercado accionario local es una representación muy pobre del PIB. En efecto, el sector eléctrico, de telecomunicaciones y el de madera, pulpa y papel, por ejemplo, representan menos del 15% de la producción total del país y, sin embargo, suponen aproximadamente un 50% del índice de acciones cotizadas en bolsa en 1998. Es decir, aquí subyace el argumento de que los centralizados y altos requisitos de registro se han traducido en que el mercado no ha sido capaz de incrementar significativamente las empresas listadas en bolsa. Es sorprendente la poca participación del sector minero, siendo Chile un país minero, al contrario de Australia, Nueva Zelanda y Canadá, donde este sector tiene alta participación en la bolsa.
- En Chile no existe una industria de capital de riesgo que incentive la creación de nuevas empresas orientadas a buscar capital en el mercado y que modernice la estructura de financiamiento de las empresas tradicionales y familiares. La experiencia internacional destaca el importante rol estatal y de incentivos en la creación de la industria de capital de riesgo.
- No ha sido posible entusiasmar a las empresas medianas y pequeñas a listarse en bolsa, puesto que enfrentan altos costos de registro y no existen muchos demandantes al no ser empresas aefepeables. La iliquidez del mercado es aún mayor para las empresas pequeñas y medianas por la ausencia de demandantes, lo que agrava el castigo de iliquidez que enfrentan. Es decir, el desarrollo de la bolsa ha sido dominado por pocas empresas grandes como oferentes y pocos inversionistas institucionales grandes como demandantes.
- Problemas específicos afectaron a sectores con representación en bolsa. La apreciación real de la moneda nacional hasta 1997 afectó

la rentabilidad de las empresas exportadoras; baja de precios nudos, la sequía y la guerra de los gasoductos afectó al sector eléctrico; la implementación del sistema *multicarrier* y la posterior guerra tarifaria redujo las utilidades del sector telecomunicaciones, etc.

- Las restricciones a los inversionistas extranjeros por las políticas de control de capitales. Fernando Larraín enfatiza que no es casualidad que el punto de inflexión en el desarrollo de la bolsa nacional se dé precisamente el mismo año en que la autoridad monetaria tomó la decisión de poner encaje a la transacción de los ADR secundarios, lo que fue un ataque directo a la liquidez de los instrumentos chilenos cotizados en el extranjero.
- Las AFP se encuentran maniatadas con la regulación de sus inversiones. El fuerte incremento del valor del fondo de pensiones llevó a una mala diversificación del portafolio de las AFP debido a las restricciones impuestas por la Superintendencia de AFP a los instrumentos elegibles (límites por emisor e instrumentos, activo contable depurado, etc.). Es así como paulatinamente las autoridades reguladoras han ido ampliando el abanico de instrumentos domésticos elegibles y el límite de inversiones en el extranjero, pero los avances no han sido suficientes.
- Con las inversiones en el exterior, las AFP buscan alcanzar dos objetivos: disminuir los niveles de riesgo a través de la diversificación y acceder a mercados con mayor liquidez (menores primas de riesgo). El argumento aquí es que las bolsas chilenas sobrerreguladas se hacen globalmente cada vez menos competitivas para atraer a las AFP, quienes prefieren desplazarse a mercados externos que operan con una liquidez sustancialmente mayor y con menores trabas. Es decir, en la medida que se amplía el porcentaje de inversión externa de las AFP, el mercado de capitales doméstico requiere ponerse a tono con los centros internacionales. Evidentemente, este argumento es el argumento general de la globalización y se extiende a todos los inversionistas e instrumentos.
- El proceso de consolidación excesiva que ha llevado a fusiones y adquisiciones de grandes empresas chilenas, concentrando su propiedad y reduciendo las transacciones de bolsa. La consolidación de grandes empresas chilenas en parte fue una medida de su éxito in-

ternacional que atrajo el interés de megaempresas internacionales y no es malo *per se*. Sin embargo, la debilidad institucional de nuestras bolsas ha incentivado una excesiva consolidación, prescindiendo las administraciones de mantener capital minoritario. Adicionalmente, este período de transición a un nuevo régimen de protección al accionista minoritario ha contribuido a exacerbar el exceso de consolidación con el fin de capturar una mayor prima de control de parte de los controladores.

- Las personas naturales y los inversionistas internacionales no tienen incentivos para invertir en bolsa debido a las altas tasas marginales de impuestos y a la inclusión de las ganancias de capital en la base imponible. Nuestro sistema tributario tiene un sesgo en contra del capital accionario y a favor de otros activos como instrumentos de ahorro (*e.g.* bienes raíces). Los incentivos tributarios a la inversión bursátil eliminados en 1998 y su reemplazo por un régimen transitorio para las ganancias de capital (1999-2002) y el artículo 57 bis remozado no han sido incentivos suficientes para revertir el desinterés en los instrumentos accionarios chilenos.

En resumen, el mercado de capitales chileno se había basado hasta 1995 en una gran participación de las transacciones de acciones de grandes empresas de servicios públicos y otras empresas que accedieron a los mercados internacionales (especialmente, ADR de Nueva York) y a la mayoritaria participación de los inversionistas institucionales en la provisión de liquidez al mercado. El proceso de apertura en bolsa de empresas tradicionales y familiares, así como de nuevas empresas orientadas a estructuras modernas de capital ha carecido de apoyo profesional de una industria y financiamiento de capital de riesgo. Problemas propios de competencia entre los inversionistas institucionales por rentabilidades de corto plazo en un entorno sobrerregulado y la presión monopolizadora de los fondos forzados –también por regulación al mercado doméstico– disminuyeron las transacciones y la liquidez.

A esto contribuyeron también los procesos de consolidación a través de fusiones y adquisiciones que concentraron en exceso la propiedad de muchas de estas grandes empresas en un ambiente de desprotección al inversionista minoritario; los problemas específicos en algunos mercados en particular (eléctrico, telecomunicaciones, etc.), y la mantención de un sistema tributario que no incentiva la inversión accionaria para personas naturales e inversionistas no residentes.

III. PROPUESTAS

Existe un amplio consenso entre los actores privados del mercado de capitales respecto a que la política de apertura o flexibilización gradual del mercado ya no puede ser una respuesta adecuada a los tiempos que se viven. Chile ha sido un país avanzado en la región respecto a abrazar la economía de mercado y a idear y diseñar nuevos rumbos institucionales. Entre ellos destacan los fondos de pensiones privados y la privatización de empresas de servicios públicos. Sin embargo, en el sector de servicios financieros el país se encuentra atrasado.

La liberalización de los servicios financieros debe realizarse con el país estabilizado en las variables macroeconómicas y con instituciones sólidas. Con frecuencia los países se encuentran en la encrucijada que hoy enfrenta Chile en materia financiera y deciden realizar en un período relativamente corto de tiempo un gran proceso de desregulación y eliminación de restricciones para impulsar sus mercados rezagados. A estos procesos se les da el nombre de big-bang, rememorando la explosión que creó el Universo. Australia y Nueva Zelanda hicieron sus propios big-bang financieros en la primera mitad de los 80. Inglaterra, España, Francia y Japón realizaron los suyos en la segunda mitad de esa década. Chile necesita urgentemente su big-bang ahora.

Un big-bang financiero no es más que la eliminación en un corto período de tiempo de múltiples normativas y sobrerregulación en los mercados financieros y de mercado de capitales, lo que permite dar un salto cualitativo de mayores espacios de libertad y entregar una potente señal a los actores nacionales y globales de un cambio significativo de política financiera. Un big-bang se contrapone a la política seguida por Chile desde los 80 de una desregulación gradual del sistema.

¿Por qué big-bang financiero? Porque nuestro mercado está maduro para operar con mayor libertad. Porque la política de apertura y desregulación gradual perdió credibilidad y ya no puede reencantar el espíritu de los actores nacionales e internacionales. Porque nuestros vecinos han avanzado más que nosotros en materias de apertura financiera y se nos acercan aceleradamente en la estabilidad macroeconómica e institucional en la cual Chile ha sustentado sus ventajas comparativas en la región, lo cual nos deja en mal pie para la competencia global que se avecina. Por último, porque es una de las señales estructurales que Chile necesita en la actual coyuntura para revitalizar el proceso de inversión y crecimiento y reencaminar al país en la senda hacia el umbral del desarrollo para el bicentenario.

Los recientes avances en materia de protección a los accionistas minoritarios así como la flexibilización de algunos inversionistas institucionales, ambos en la llamada ley de OPAS (ofertas públicas por acciones), son aspectos importantes de este proceso. Sin embargo se requiere una decisión política para realizar este rápido proceso de desregulación que señalice un cambio en forma nítida. A continuación se enumeran algunos de las decisiones que es necesario abordar en los próximos meses para materializar esta propuesta. No se pretende ser exhaustivos ni entrar en demasiado detalle. La mayoría de las propuestas requiere nueva legislación, aunque algunas se pueden realizar con cambios de reglamentos o de mera gestión. Sin embargo, previo a ello se requiere un cambio en las dos concepciones de política mencionadas en la sección 2. Ya se observa dicho cambio en la concepción controladora macroeconómica que imperó previo a 1997, no es aún perceptible un cambio en el enfoque de regulación microeconómica.

III.1 Cambio en las dos concepciones de política de las autoridades

Respecto a la concepción macroeconómica a la que se hacía referencia arriba, en el primer año del actual Gobierno se han dado pasos importantes en materia de cuenta de capitales y política general macroeconómica. Aunque nadie lo ha reconocido explícitamente en el Gobierno o en el Banco Central, es evidente que el régimen macroeconómico intervencionista que primó hasta 1997 ha sido sustituido por un régimen macroeconómico que da un mayor énfasis en las señales de mercado. En octubre de 1999 se eliminó la banda cambiaria y el año 2000 la permanencia mínima del capital. Junto a esas medidas, la publicación del Informe Inflación del Banco Central en mayo de 2000 y el nuevo enfoque en las cuentas fiscales, marcan una señal de estabilidad estructural de ambas autoridades macroeconómicas, mayor espacio al mercado y menor perturbación de política discrecional. Ello representa un definitivo quiebre con el régimen de intervencionismo macroeconómico previo a la crisis asiática. Es evidente que las autoridades han interpretado adecuadamente que el régimen que funcionó bien hasta 1995 se agotó.

Respecto a la segunda concepción referida en la sección 2 (enfoque de regulación microeconómica) no se observa con claridad un cambio homogéneo a través de las distintas autoridades fiscalizadoras. Se requiere aquí revisar leyes excesivamente reglamentarias que impiden la innovación

y creatividad en el mercado. Nuestro sistema legal requiere redacción de leyes menos detallada y mayores facultades a los supervisores. Las leyes detalladas se han motivado por desconfianzas entre sector público y privados. Entregarse confianzas mutuas en un nuevo enfoque legal es necesario para competir globalmente.

No se propone una revisión simultánea de todas las leyes, sino más bien una disposición a ir eliminando el exceso de regulación y definición legal a través del tiempo a medida que se requiera. Por ejemplo, la ley de OPAS recientemente promulgada ha incluido una muy significativa simplificación de la Ley 18.815 de fondos de inversión. Incluso ha entregado la posibilidad de formar fondos desregulados de capital de riesgo con el fin de aprovechar la era tecnológica de hoy.

Asimismo se ha anunciado para este año un proyecto de ley que flexibiliza el DL 3.500, otro que modifica la ley de compañías de seguros y otro que permite administradoras de fondos múltiple. Es posible aprovechar esta oportunidad para “desreglamentar” las leyes y entregar mayores facultades reglamentarias a las autoridades. La velocidad de la innovación del mercado financiero hace tremendamente costoso ir al Congreso cada vez que la legislación se hace restrictiva. En la sección de propuestas se mencionan iniciativas de desregulación de los inversionistas institucionales que pueden ser incluidas en estos proyectos.

Finalmente, se requiere modificar el enfoque de supervisión desde el excesivo “control preventivo” *ex ante* en las normativas y su aplicación hacia un enfoque que concede el beneficio de la duda y sanciona el abuso cometido *ex post* en lugar de prevenirlo *ex ante*. Mucho puede hacerse con reinterpretaciones de parte de las Superintendencias, Banco Central y Servicio de Impuestos Internos.

III.2 Propuestas concretas

a) Banco Central

Propuesta 1: Liberalización cambiaria. Aplicación inmediata del régimen general de cambios de la Ley Orgánica del Banco Central

Para consolidar el silencioso cambio de enfoque macroeconómico que se observa en las autoridades es necesario aplicar en forma plena el régimen de libertad cambiaria que consagra la Ley Orgánica del Banco Central. Desde sus orígenes en 1989, el Banco Central autónomo ha ope-

rado bajo un régimen de intervención en el mercado cambiario que el legislador concibió como un régimen de excepción, pero que se convirtió en la norma. El artículo 39 de la Ley Orgánica reza así: “Toda persona podrá efectuar libremente operaciones de cambios internacionales”.

El Banco Central no tiene una facultad absoluta sino que compartida con el Ministerio de Hacienda para imponer restricciones a la norma general del artículo 39. Según el artículo 49, “el Banco estará facultado para imponer, de acuerdo con el procedimiento indicado en el artículo 50,…” restricciones a las operaciones de cambios internacionales que dicen relación con la obligación de retorno de divisas, encaje a los créditos e inversiones, remesas al exterior y establecer que las instituciones del Mercado Cambiario Formal sólo podrán realizar las operaciones que el Banco indique.

Es decir, excepto por las facultades del artículo 49, los bancos y casas de cambio están libres para realizar todas las operaciones cambiarias que les parezca, sin solicitar permiso previo. ¿Cuál es el procedimiento del artículo 50? El artículo 50 dice que las restricciones sólo pueden durar un año como máximo y sólo pueden aplicarse *si no cuentan con el veto del ministro de Hacienda*. El Consejo sólo puede superar el veto del ministro de Hacienda con una votación unánime en el Consejo (5 votos a 0). Por ello, cada 19 de abril, año a año, se han renovado las restricciones supuestamente transitorias de control a los capitales externos.

El régimen de restricciones cambiarias de excepción se ha convertido en la norma no por mera voluntad del Consejo del Banco, sino que también con el apoyo del ministerio de Hacienda al abstenerse de utilizar su veto. Aunque las restricciones emblemáticas como el año de permanencia y el encaje se han eliminado, no renovar el régimen de restricciones cambiarias el próximo 19 de abril es un componente vital del big-bang financiero chileno. Hoy existe un sinnúmero de normativas y permisos previos que desestimulan la innovación y la iniciativa de los actores del mercado y perturban la inserción financiera plena de Chile al campo de las finanzas globales. Por sobre todo, esta decisión tendría un enorme impacto comunicacional y de expectativas en el sector al señalar un definitivo cambio de política financiera en Chile, lo que atraería mucho interés y beneplácito de parte de la comunidad internacional.

Adicionalmente, es conveniente revisar los artículos 42 a 48 de la Ley Orgánica con el fin de permitir una mayor competencia no bancaria en el mercado de divisas, aunque el Banco Central puede dar una interpretación más flexible a dichos artículos con el mismo propósito. En definitiva, no basta con la liberalización cambiaria, también se requiere un Banco Central muy activo en el perfeccionamiento del mercado. Por ejemplo, es-

estimulando la creación de un mercado de derivados más profundo en materia de moneda extranjera y tasas de interés.

b) Superintendencias de AFP y de Valores y Seguros

Propuesta 2: Revisar significativamente las restricciones de portafolio de los inversionistas institucionales

Uno de los principales causantes de la menor liquidez del mercado es la concentración de grandes fondos de pensiones en pocas mesas de dinero (AFP), con muy poca flexibilidad para diversificar sus fondos y con un gran efecto manada asociado a la banda de rentabilidad mínima.

Se requiere una significativa revisión de la normativa de las Superintendencias y de algunas leyes como el DL 3.500 con el propósito de dar flexibilidad a las AFP, fondos mutuos y otros inversionistas institucionales para decidir sus portafolios domésticos e internacionales.

En materia de fondos mutuos, éstos representan una baja proporción del PIB relativo a otros países (7%) y pueden constituirse en una buena fuente de ahorro de las personas. Se requiere permitir cobro diferenciado de comisiones que no sean discriminatorias, permitir fondos asociados a índices de mercado como el IPSA, eliminar requisitos de permisos previos cuando el fondo cumpla una regulación estándar previa, eliminar la obligación de liquidar acciones que pierden liquidez, etc.

En materia de AFP, José Ramón Valente⁵ ha propuesto 5 fondos con distintos grados de riesgo donde los afiliados puedan optar, según su edad y tolerancia al riesgo, dentro de ciertos rangos, a distintas combinaciones de estos fondos. Mientras más joven es el afiliado mayor es la posibilidad de acceder a portafolios con un mayor porcentaje de renta variable. Para ello es necesario eliminar la restricción geográfica, manteniendo categorías amplias para definir los 5 tipos de fondos (renta variable, renta fija de largo plazo y renta fija de corto plazo). La experiencia internacional avala esta propuesta. Ella permitiría al afiliado disponer de mayores opciones para sus ahorros forzosos mínimos que deben estar regulados para evitar el abuso en contra del Estado ante la existencia de una garantía de pensión mínima. La propuesta esbozada aquí debe ir acompañada de una modificación de la banda de estabilidad mínima que impide a las AFP diferenciar su oferta de administración de fondos a los afiliados y permitir comisiones acotadas sobre el saldo administrado.

⁵ Valente, José Ramón (2000).

Las compañías de seguros también requieren una mayor flexibilización en sus requerimientos de reserva, de calce y del tipo de servicios que pueden ofrecer.

Propuesta 3: Competencia por fondos de pensiones. Liberar a los afiliados para disponer que sus fondos que exceden ciertos límites mínimos puedan ser administrados por diversas instituciones con menor regulación, similar a las cuentas IRA (Individual Retirement Accounts) de los EE.UU. Permitir también cuentas tipo 401 k de los EE.UU. para estos ahorros previsionales.

La autoridad debe cautelar dos bienes sociales en su regulación de los fondos de pensiones. Por una parte, que los afiliados no enfrenten abusos por estar muchos de ellos notoriamente desinformados y enfrentar asimetrías de información frente a administradores expertos, todo en el contexto de estar obligados por ley a ahorrar a largo plazo. En segundo lugar, el Estado garantiza a los pensionados más pobres una pensión mínima con los recursos de todos los chilenos. Exceso de riesgo en la cartera de pensiones representa un riesgo moral (de los afiliados y administradores) en perjuicio del Fisco que debe poner recursos cuando las cosas van mal y no recupera nada de vuelta cuando las cosas van bien. Ello sesga el sistema a favor de un riesgo superior al óptimo. Por ello, además de la falla de mercado asociado a afiliados desinformados expuestos a abusos que el regulador debe procurar evitar, una desregulación general del portafolio de los fondos puede ser muy costosa desde el punto de vista de recursos fiscales. La propuesta 2 permite garantizar estos bienes sociales para los fondos mínimos garantizados.

Sin embargo, es necesario atraer mayor competencia por los fondos de pensiones. Hoy cinco mesas de dinero mueven en la práctica US\$ 40.000 millones y ello no es sano. Se propone permitir a los afiliados disponer de inversiones complementarias desreguladas por aquella parte de los fondos de pensiones que, desde el punto de vista actuarial, exceden en algún factor los recursos mínimos necesarios para la pensión mínima (e.g. dos veces el salario mínimo). Alternativamente, otro modo de obtener el mismo propósito es permitir que aquella parte de la cotización que corresponda a un sueldo base mensual por encima de UF 15 hasta UF 60 de cotización obligatoria (ahorro forzoso), más el ahorro voluntario hasta UF 60 que hoy permite el sistema, quede libre para ser asignado a administradores de estas cuentas. Un tercer modo consiste en liberar los fondos que excedan la cobertura de una tasa de reemplazo de 50%. Hoy el sistema cubre aproximadamente un 70% cuando no hay lagunas de cotizaciones.

Evidentemente es necesario mantener los beneficios tributarios (diferir impuestos) que hoy tienen las cotizaciones obligatorias y voluntarias en las AFP. Ello liberaría un monto significativo de recursos de pensiones para ser asignados en forma desregulada a diversos instrumentos y administradores como las propias AFP, fondos mutuos, compañías de seguros, bancos y otros administradores internacionales, pero asegurando también que ello no se traduzca en un riesgo que implique recursos fiscales en el futuro. El problema de abuso al afiliado estaría acotado puesto que se libera la cotización por encima de un sueldo de UF 15, por una parte, y también puede asociarse a la propuesta 5 abajo, donde se sugiere introducir el concepto de inversionista sofisticado o *qualifying investor*. De este modo, al igual que en los EE.UU., algunas de estas cuentas más riesgosas estarían disponibles para aquellos afiliados que se declaren sofisticados y que declaren entender los riesgos del sistema financiero. Otras cuentas pueden calificar para todos los afiliados.

Esta propuesta permitiría diversificar significativamente los fondos de pensiones en diversos administradores y mesas de dinero, eliminando una de las razones de la pérdida de liquidez mencionadas en la sección 2 (concentración de grandes fondos en pocas manos).

Esta propuesta reforma el segundo pilar obligatorio de cotizaciones al fondo (por la parte que excede UF 15 hasta UF 60 de remuneración o bien que excede una determinada tasa de desempleo) y el tercer pilar voluntario que permite ahorrar hasta UF 60 con los mismos beneficios tributarios. Los afiliados tendrían las mismas condiciones de retiro o jubilación que tienen hoy. Es decir, no se propone liberar dichos fondos para su uso, sino sólo su administración durante el período de vida activa.

Ello sería similar a las cuentas IRA de los EE.UU. Las cuentas IRA son cuentas individuales complementarias al sistema previsional obligatorio de los EE.UU., que permiten depósitos deducibles de la base imponible (diferiendo así los impuestos hasta el retiro), administradas por diversas instituciones, cuyos fondos pueden retirarse al cumplirse 59 ½ años de edad. Un retiro anticipado enfrenta severas multas. Asimismo, existen las cuentas 401 k en dicho país que son ofrecidas por los empleadores como parte de los beneficios laborales y que permiten además complementar los ahorros previsionales individuales con aportes del empleador. Tienen las mismas restricciones y beneficios tributarios que las IRA, lo que reduce el costo de contratación de la mano de obra y mejora las pensiones. Además, permite aprovechar economías de escala en la administración de fondos de mayor volumen que los empleadores encargan a administradores profesionales de común acuerdo con el trabajador.

Adicionalmente, se propone permitir en Chile que las empresas ofrezcan programas tipo 401 k de los EE.UU. a sus trabajadores por los mismos fondos definidos arriba (el exceso de cotización obligatoria entre una remuneración de UF 15 a UF 60 y los fondos voluntarios hasta por UF 60). Las empresas podrían externalizar la administración de las cuentas a las mismas instituciones autorizadas por las IRA.

Propuesta 4: Descentralizar en las bolsas de comercio los requerimientos de emisión de instrumentos

En lugar de una Superintendencia, en España existe la Comisión de Valores, compuesta por personeros del sector público y privado, que define las normativas que se aplican al mercado de capitales, donde las bolsas y los actores del mercado tienen iniciativa para crear y registrar instrumentos. En Chile el sistema es muy centralizado, con la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) cumpliendo un rol de garante de los instrumentos que se registran en ella y dando autorización previa a todos los instrumentos. Es necesario descentralizar en las bolsas los requerimientos de registro de modo que sean ellas, sujetas a las normas de autorregulación que se definan, las encargadas de emitir las normativas y requerimientos de emisión. Ello permitiría que las distintas bolsas puedan especializarse, como ocurre en los EE.UU. con el NYSE y el NASDAQ. Por ejemplo, la Bolsa de Comercio podría seguir siendo como el NYSE para empresas con historia y utilidades en los tres últimos años (ese es el caso de NYSE), mientras que otra bolsa podría permitir emisiones sin historia o con historia de utilidades negativas al igual que el NASDAQ y por ello permitir emisiones de nuevas empresas de internet y de mayor riesgo para acceder a financiamiento de capital. En realidad, debe dejarse al mercado que determine si las bolsas se segmentan y especializan, o más bien hay distintos instrumentos con diversos requerimientos de emisión en una misma bolsa.

Propuesta 5: Modificar concepto de Oferta Pública y permitir la Oferta Privada de instrumentos

En Chile, los intermediarios financieros no pueden ofrecer abiertamente instrumentos de oferta privada, es decir, instrumentos que no estén registrados en la SVS. No pueden poner avisos en los medios, emitir *brochures*, llamar por teléfono o ofertar estos instrumentos en la web a clientes. Ello se debe a que la SVS trata de proteger a inversionistas desinformados o de poco conocimiento del mercado para que no sean “potenciales

víctimas de abusos”. Este es un ejemplo del tipo de enfoque de “control preventivo *ex ante*” al que se hacía referencia en la sección anterior. En los EE.UU. existe la definición de inversionista calificado y no calificado (*qualifying and non-qualifying investor*). El inversionista no calificado también es protegido como en Chile y sólo se le pueden ofrecer instrumentos registrados de oferta pública. Sin embargo, el individuo puede declararse un inversionista calificado y así acceder a los servicios de intermediación de instrumentos privados y no registrados. La SVS está evaluando este sistema para Chile, algo que es indispensable para permitir que los intermediarios financieros puedan intermediar empresas nuevas e instrumentos sofisticados como distintos tipos de derivados financieros.

c) Servicio de Impuestos Internos

Los cambios de la regulación de los inversionistas institucionales y de la legislación de valores son condiciones necesarias, pero no son suficientes para profundizar el mercado. La “revolución del mercado de capitales” mencionada por las actuales autoridades económicas como un objetivo de política puede ser abortada desde el Servicio de Impuestos Internos (SII) si es que no se modifican aspectos del impuesto a la renta que afectan severamente las posibilidades de un mercado profundo y líquido en Chile. Aquí se enumeran algunos de estos aspectos.

Propuesta 6: Reinterpretar régimen impositivo de la venta corta de acciones

La venta corta de acciones –es decir, la venta de acciones que no se posee en propiedad, sino en préstamo para tal propósito– permite entregar mayor liquidez al mercado y una mejor distribución y asignación de los riesgos entre los distintos actores. El vendedor corto debe asumir el riesgo de precio de la acción durante el período en que está en préstamo y el tenedor de acciones puede obtener una rentabilidad adicional. La SVS permite la venta corta de acciones, pero una interpretación del SII la hace inoperante. El SII considera que al momento de hacer un préstamo, el tenedor de acciones realiza una ganancia de capital y debe declararla en forma similar a si hubiese vendido la acción. Este es un ejemplo del enfoque preventivo *ex ante* que inhibe un diseño válido y útil para el mercado, por el miedo de que el “prestamista” esté vendiendo en forma encubierta. Debe normarse el castigo y exigir información, pero no se debe inhibir buenos diseños de mercado. Se propone reinterpretar la venta corta como lo que

es y no como lo que se cree que puede ser; es decir, el préstamo no debe desencadenar una realización de ganancia de capital.

Propuesta 7: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital para acciones que pagan primera categoría y transan en bolsa, tanto para inversionistas residentes como no residentes ⁶.

Los títulos accionarios tienen valor en tanto dan derecho a percibir los dividendos futuros que pueda distribuir una empresa. Dado que la utilidad ya está gravada con el impuesto de primera categoría, el impuesto a la ganancia de capital por estos títulos no es un impuesto a una nueva renta creada sino un impuesto a las transacciones de acciones que afecta fuertemente la liquidez en el mercado y el interés de las personas naturales y los inversionistas extranjeros por comprar acciones. Una ganancia de capital representa o bien un movimiento especulativo de precios que será necesariamente transitorio o bien un mayor valor permanente asociado a mayores dividendos futuros. En el primer caso, se grava un mayor valor temporal que seguramente generará una pérdida (crédito tributario futuro por pérdida de capital si es una empresa la compradora) o bien es un ineficiente modo de recaudar en el caso de las personas naturales. En el caso de un mayor valor permanente, se está gravando doblemente el mismo flujo de generación de renta (los dividendos) por lo que es un impuesto de dudosa justicia tributaria, desestimula las transacciones y recarga la exigencia de rentabilidad a la empresa de parte de los tenedores de acciones, lo que tiene un efecto en la capacidad de financiamiento de éstas.

Se propone eliminar de la base imponible de las personas y las empresas la ganancia (y pérdida) de capital de las empresas que pagan primera categoría. Dado que la autoridad puede temer que se abuse en el uso de esta franquicia disfrazando de ganancia de capital ingresos no tributados, se puede limitar este beneficio a las empresas que pagan primera categoría y transan en bolsa con ciertos grados de liquidez, mientras no se disponga de un mejor sistema de control e información. Se debe excluir las transacciones entre partes relacionadas y las transacciones por motivos de toma de control. Esta propuesta sería un gran estímulo para listarse en bolsa y acceder a un renovado interés de inversionistas minoritarios por invertir en la bolsa.

Asimismo, el actual proyecto de evasión tributaria que se encuentra en el Congreso elimina el impuesto a las ganancias de capital a inversionis-

⁶ Esta propuesta se realiza y se fundamenta en mayor profundidad en el estudio preparado por Gerens para la Bolsa de Comercio, marzo de 2001.

tas no residentes calificados que se registren (fondos de inversión, mutuos, de pensiones, etc.). Es conveniente extender este beneficio a todos los potenciales inversionistas (corredoras de bolsa internacionales, bancos de inversión, etc.), que transen por cuenta propia o de terceros, sujetos a las mismas limitaciones de arriba y que se obliguen a declarar cuando transan directa o indirectamente a cuenta de chilenos, para evitar que se puedan estar sobrepasando las limitaciones de transacciones de contribuyentes residentes para este beneficio. Nuevamente es necesario perseguir el delito cometido *ex post* y no intentar prevenirlo *ex ante*. Esta propuesta es necesaria para que el mercado chileno sea competitivo globalmente en un entorno en que nuestros vecinos y otros países emergentes no tienen este impuesto y, además, este impuesto prácticamente no genera recaudación fiscal si se acota como se propone.

Propuesta 8: Homologar el tratamiento impositivo de las personas por inversiones en activos al de las empresas: impuesto único de 15%, permitir arrastrar pérdidas a años posteriores y eliminación del concepto de habitualidad del SII⁷.

Las empresas y sociedades de inversión tienen un tratamiento impositivo que permite pagar 15% parejo por las ganancias, intereses y dividendos y permite arrastrar pérdidas a períodos posteriores. Las personas tienen tratamientos muy disímiles, dependiendo de los instrumentos de que se trate y del concepto de habitualidad del SII. Las ganancias de capital no habituales por bienes raíces están exentas, la ganancia de capital accionaria no habitual está sujeta al 15% y las ganancias habituales de todos los instrumentos están afectas al global complementario. Es decir, tasas desde cero a 45% por instrumentos de ahorro que tienen el propósito de posponer consumo presente hacia el futuro. Existe un régimen transitorio por el período 1999-2000 que permite pagar un impuesto único de 15% por ganancias de capital accionaria, independiente de residencia o habitualidad, y que permite rebajar un 50% de los dividendos de la base imponible con tope de 12,5 UTA (unidades tributarias anuales).

Esta disparidad impositiva contrasta con las personas que operan a través de sociedades de inversión. La Comisión Nacional de Ahorro estimó el año 1997 en unas 20.000 estas empresas dado que las personas que operan a través de ellas deben pagar costos de asesoría y contabilidad que limi-

⁷ Propuesta realizada y fundamentada en más detalle en Gerens (2001), con la excepción de la propuesta 8 b) que original de este documento.

tan su uso. Ello sugiere que difícilmente las personas accederán masivamente a la bolsa si no se modifica su sistema tributario. Sin el acceso de las personas difícilmente el mercado de capitales alcanzará suficiente liquidez.

Es sabido que el impuesto a la renta distorsiona la opción entre consumo presente y futuro relativo al más eficiente impuesto al consumo, lo que tiene grandes efectos en las tasas de ahorro, salarios de equilibrios, nivel de capital e ingresos per cápita, etc⁸. Para obtener el impuesto al consumo una modalidad consiste en no gravar las rentas de los instrumentos de ahorro. La propuesta 7 apunta en esta dirección con las ganancias de capital. Sin embargo, las rentas de los instrumentos de ahorro (intereses, dividendos, etc.), siguen gravados con el impuesto a la renta que corresponda. Una forma de disminuir esta distorsión es permitir que las personas traten sus inversiones como las empresas, pero ello requeriría tener una contabilidad completa de modo similar al de las sociedades. Otro modo de aproximarse al tratamiento de las empresas se describe a continuación.

Se propone acercar el tratamiento de las personas al de las empresas y eliminar el sesgo anticapital accionario con las siguientes medidas:

- a) Hacer permanente el régimen transitorio 1999-2002 mencionado arriba para las acciones de sociedades anónimas que no califiquen en la propuesta 7. En la práctica ello elimina el concepto de habitualidad en las acciones de sociedades anónimas, grava las ganancias con un 15% y reduce en un 50% el impuesto por los dividendos.
- b) Dar el mismo tratamiento anterior a las ganancias de capital en bienes raíces, lo que en la práctica incrementa el impuesto no habitual de bienes raíces de 0 a 15% y reduce el de habitualidad a 15%, eliminando en la práctica el concepto de habitualidad.
- c) Permitir que las personas agreguen sus ganancias y pérdidas de capital por inversiones en activos (acciones, bienes raíces, etc.), y que puedan arrastrar las pérdidas netas a los períodos posteriores. Por ejemplo, en el caso de los EE.UU. se permite arrastrar pérdidas hasta por 5 años.

Es altamente probable que esta propuesta genere recaudación fiscal neta y cubra también la reducción de recaudación de la propuesta 7. La experiencia de los EE.UU. muestra que 2/3 del impuesto a las ganancias de capital se obtienen de los bienes raíces y sólo un tercio de las ganancias de capital accionaria.

⁸ Véase Gerens (2001).

Propuesta 9: Perfeccionar el artículo 57 bis del impuesto a la renta⁹

Es posible mostrar que el artículo 57 bis es también una forma alternativa de replicar el impuesto al consumo, que si bien no lo replica en forma exacta, puesto que el sistema de crédito y débito a la tasa única del 15% que no necesariamente coincide con la tasa marginal del contribuyente. Para replicar el impuesto en forma exacta es necesario permitir que el monto ahorrado (desahorrado) se deduzca (se agregue) a la base imponible. Sin embargo, el artículo 57 bis ha sido criticado por ser excesivamente complejo. La Comisión Nacional de Ahorro de 1997 propuso eliminar este artículo (en la versión antigua) y remplazarlo por un sistema de incentivos al ahorro donde el contribuyente aplica el 50% de su tasa marginal de impuestos a todos los retornos de ahorro (dividendos, intereses, etc.). La principal argumentación era que el 57 bis es muy complejo y de muy poca utilización de parte de los contribuyentes.

Para ser justos, el entonces 57 bis B no tenía mucha opción cuando competía con el 57 bis A de entonces que era una transferencia neta de riqueza del Fisco a los ahorrantes. Desde la eliminación de artículo 57 bis A y la simplificación del 57 bis B en 1998, especialmente en respuesta a las críticas de la Comisión, las condiciones recesivas de la economía tampoco han permitido evaluar el artículo en cuestión.

Adicionalmente, el artículo 57 bis enfrenta un segundo problema que es aún más serio. Se ignora que el motivo de ahorrar no siempre es consumir al momento de retiro. Las personas también ahorran por motivos de precaución (por ejemplo, temor a mala salud), para comprarse una casa o bien para pagar la educación. En todos estos casos el retiro no coincide con un consumo instantáneo, sino más bien con un consumo que se difiere en el tiempo (el período que se vive en la casa) o bien para inversión en capital humano. Este último caso no es propiamente consumo sino que inversión en capital humano con el propósito de obtener más ingresos (eventual consumo) en el futuro a través de la educación o capacitación. En el caso de gastos de enfermedad inesperada el propósito es mantener los ingresos frente a una enfermedad. Por ello, el débito tributario que se realiza al momento del retiro es excesivo al suponer que el gasto que se realiza con dicho retiro es consumo instantáneo. Este aspecto del 57 bis, acotado sólo a ahorro en capital financiero, es un segundo tipo de problema que debe corregirse. Precisamente las cuentas de ahorro tipo IRA y 401 k de los EE.UU. permiten giros calificados en los casos mencionados arriba.

⁹ Propuesta realizada y fundamentada en mayor detalle en Gerens (2001).

La propuesta concreta de perfeccionamiento del 57 bis se resume en los próximos puntos:

- a) Permitir como opción al sistema de débito y crédito a la tasa del 15%, descontar (sumar) el ahorro neto (desahorro neto) a la base imponible, de modo que el ahorrante pueda diferir su tasa marginal al momento de ahorrar. Esta podría ser la nueva letra B del artículo 57 bis.
- b) Permitir retiros calificados, de modo similar a las cuentas 401 k de los EE.UU., de manera que los contribuyentes puedan aplanar en el tiempo el impacto de utilizar sus ahorros para motivos de inversiones en otros activos físicos o capital humano (bienes raíces, gastos inesperados y catastróficos de salud y algunos gastos calificados de educación y capacitación). En el caso de la compra de una primera vivienda, el débito debe hacerse en 10 cuotas anuales. En el caso de gastos calificados en educación y capacitación, es posible aplicar el débito de retiro en 5 años una vez terminado el período de estudio. Finalmente, el mismo tratamiento podría darse en el caso de los altos gastos catastróficos de salud
- c) Aumentar significativamente el límite de 65 UTA para el crédito.

La parte a) fue explicada arriba. La parte b) se fundamenta en que, al igual que en el caso de las cuentas IRA y 401 k en los EE.UU., se propone resolver el segundo problema permitiendo un retiro “presunto diferido” en los casos calificados que se mencionan. En el caso de la compra de la primera vivienda, se propone imputar un décimo del valor del retiro destinado al pie de la compra de la casa durante 10 años. Ello es equivalente al tratamiento que se da a las sociedades de inversiones de profesionales cuando tienen su hogar en la sociedad. En este caso, el SII obliga a presumir un retiro igual a 1/11 del avalúo fiscal de la casa como consumo presunto que debe pagar impuesto global complementario. En los casos de gastos calificados en educación y capacitación, así como en gastos inesperados de salud, se propone que se permita un retiro presunto igual a un quinto del retiro efectivo para estos fines, aplicados por los próximos 5 años. Por último, la parte c) de la propuesta se fundamenta en que fuentes del SII sostienen que una de las causas del poco uso del artículo 57 bis es que las 65 UTA que tiene como límite es demasiado pequeño para gran parte de los ahorrantes potenciales. De este modo, se propone elevar substancialmente dicho monto, por ejemplo a 100 UTA.

Propuesta 10: Otros específicos

- a) **Eliminar impuestos sin sentido económico que afectan al mercado de capitales y las transacciones, como el impuesto de actos jurídicos y de cheques y de transacciones de cajeros.** En esto vamos en la dirección contraria puesto que el impuesto a los actos jurídicos subirá a 1,6% el próximo año desde el actual 1,2%, como parte de la última reforma tributaria del gobierno de Eduardo Frei Ruiz-Tagle. Hoy este impuesto además discrimina en favor de las cuentas bancarias de línea de crédito y en contra de la emisión de los efectos de comercio de las empresas en el mercado de capitales, que cumplen el mismo propósito, puesto que la renovación de una línea no paga este impuesto, pero la renovación de un efecto de comercio sí paga el impuesto. Este impuesto genera una recaudación importante, por lo que es necesario evaluar como se compensa con la propuesta 8 b) que incrementa la recaudación.
- b) **Introducir incentivos tributarios a la industria de capital de riesgo.** La ley de OPAS creó los fondos privados que permitirán hacer capital de riesgo en Chile. Sin embargo, la experiencia internacional, especialmente en los EE.UU., muestra que la industria de capital de riesgo requiere incentivos tributarios, como por ejemplo la exención del impuesto a las ganancias de capital al momento de liquidar el fondo (en los EE.UU. se reduce la tasa a la mitad) y permitir diferir los impuestos cuando se distribuyen las acciones de las empresas a los tenedores de las cuotas del fondo en lugar de su venta.
- c) **Fortalecer la infraestructura del sistema de pagos.** Las autoridades de las superintendencias y el Banco Central deben estar atentos para que los desarrollos tecnológicos en líneas de los sistemas de pagos, *clearing* y *settlement*, custodias, redes, etc., se constituyan en beneficios de todos y no en barreras de entrada y monopolios en beneficios de algunos. Es común que las redes y sistemas sean creados por grupos de instituciones que luego las utilizan como barreras de entradas. Es complejo determinar cuando estos sistemas se convierten en “insumos esenciales” y requieren fijaciones de precios y libre acceso, y cuando es posible estimular la libre competencia por sistemas. Sin embargo, debe tenerse presente este aspecto esencial de los cambios tecnológicos de hoy.

IV. A MODO DE RESUMEN

Para terminar, se proporciona la tabla 1 que enumera las 10 propuestas, indicando si requieren legislación o es suficiente una modificación reglamentaria o decisión de gestión. Asimismo, se indica el grado de urgencia de cada una.

TABLA 1 RESUMEN DE LAS PROPUESTAS

Propuesta	Descripción	¿Legislación, Reglamento o Gestión?	Urgencia
1. Liberalización cambiaria.	No renovación del régimen de restricciones cambiarias de excepción y vigencia plena del régimen general.	Gestión	Muy alta
2. Revisión de portafolios de los inversionistas institucionales.	Flexibilizar portafolios de inversionistas institucionales (AFP, fondos mutuos, compañías de seguros)	Legislación	Muy alta
3. Competencia por fondos de pensiones y liberalización de los fondos de los afiliados, para la creación de cuentas tipo IRA y 401 k de los EE.UU.	Creación de cuentas en las cuales se puedan invertir de manera desregulada aquellos fondos obligatorios que excedan ciertos mínimos y los aportes voluntarios con diversos administradores.	Legislación	Muy alta
4. Descentralizar en las bolsas de comercio los requerimientos de emisión de instrumentos.	Entregar a las bolsas que se autorregulen adecuadamente los requisitos de emisión. Ello permitirá la especialización de las bolsas según necesidades del mercado.	Legislación	Alta
5. Modificar concepto de oferta pública, inversionista calificado y permitir la oferta privada de instrumentos.	Permitir que los intermediarios financieros puedan ofrecer instrumentos no registrados en la SVS como de oferta pública mediante la distinción de inversionista calificado y no calificado.	Legislación	Alta

Propuesta	Descripción	¿Legislación, Reglamento o Gestión?	Urgencia
6. Reinterpretar del régimen impositivo en la venta corta de acciones	Reinterpretar impuestos en venta corta accionaria, difiriendo ganancia de capital hasta venta la efectiva.	Gestión	Alta
7. Eliminación del impuesto a las ganancias de capital.	Eliminación del impuesto a las ganancias de capital para las acciones de sociedades anónimas que transan en bolsa, incentivo para listarse en bolsa.	Legislación	Muy Alta
8. Homologar tratamiento impositivo para personas y empresas y eliminar el concepto de habitualidad del SII.	Permitir que las persona agreguen las pérdidas y ganancias y que paguen un 15% en casos que no califican para propuesta 7. Eliminar concepto de habitualidad y gravar con 15% ganancia de capital para bienes raíces.	Legislación	Alta
9. Perfeccionar el artículo 57 bis de la ley de renta.	Permitir opción que replica exactamente impuesto al consumo, permitir retiros presuntos diferidos en caso de compra primera vivienda, gastos en educación y gastos en salud inesperados.	Legislación	Alta
10. Otros específicos	a) Eliminación de impuestos timbres y otros; b) incentivos capital de riesgo; c) sistema de pagos y tecnología.	Legislación	Alta

Referencias Bibliográficas

- Arrau, Patricio (1997) “Desarrollo del mercado de capitales: Lecciones de la experiencia chilena”, en *Perspectivas*, Vol 1, No 1.
- (1996) “Política Financiera Internacional del Gobierno del Presidente Patricio Aylwin”, en *Colección Estudios CIEPLAN 42*, Junio.
- Gallagher, David (1998) “El mercado de capitales chileno visto por un gringo” en *Ajustes, Desajustes y Reajustes*, IV Encuentro Financiero 1998, Círculo de Finanzas de ICARE.
- Gerens, “Impuesto a las ganancias de capital en Chile: Propuestas de reforma”, Informe final, marzo de 2001.
- Larraín, Fernando (1998), “La depresión bursátil” en *Ajustes, Desajustes y Reajustes*, IV Encuentro Financiero 1998, Círculo de Finanzas de ICARE.
- Murillo, Francisco (1998), “Los inversionistas institucionales, desafíos y oportunidades” en *Ajustes, Desajustes y Reajustes*, IV Encuentro Financiero 1998, Círculo de Finanzas de ICARE.
- Valente, José Ramón (2000) “Regulación de Inversiones de las AFP: ¿Es necesario avanzar hacia fondos múltiples?”, mimeo.

