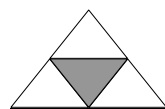


# Propuestas para el Desarrollo del Mercado de Capitales III

---

Informe Final

29 de Octubre de 2007  
(Revisado el 10 de enero de 2008)



**GERENS S.A.**

GERENS S.A. 2008  
Estudio realizado a  
solicitud de la Bolsa de  
Comercio de Santiago  
por Patricio Arrau y  
Ricardo Pimentel, con la  
colaboración de  
Francisco Montes.

## Propuestas para el Desarrollo del Mercado de Capitales III

### Contenidos

Resumen Ejecutivo	i
1. Antecedentes y objetivos	1
2. Desarrollo del mercado de valores	4
2.1 Marco conceptual general: Etapas de la cadena de financiamiento y las reformas MK I y MK II	4
2.2 Integración y desarrollo del mercado de renta fija y de fondos de inversión	7
2.3 Desarrollo de instrumentos derivados	14
2.4 Otras propuestas para el desarrollo del mercado de valores	17
3. El mercado de capitales y la PYME	19
3.1 Marco conceptual general	19
3.2 Propuestas concretas	26
4. Exportación de servicios financieros	28
4.1 Marco conceptual	28
4.2 Propuestas concretas	29



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

## Resumen Ejecutivo

### Propuestas para el Desarrollo del Mercado de Capitales III

#### *Antecedentes y objetivos*

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

(ii) Dicho estancamiento llevó a una amplia discusión entre el mundo privado y público a comienzos de la presente década, con el objeto de plantear reformas microeconómicas para gran parte de los sectores que componen la economía nacional. Así, uno de los sectores favorecidos con este debate fue el mercado financiero y de capitales, a través de las denominadas Reformas al Mercado de Capitales I y II (MK I y MK II), la primera de las cuales fue aprobada por el Congreso en 2001 y la segunda en 2007.

(iii) El principal objetivo del paquete de reformas de MK I, aprobada en noviembre del año 2001, era mejorar la liquidez y profundidad del mercado de valores e incentivar el ahorro de las personas. En este respecto, entre los cambios más importantes se encuentra la creación del ahorro previsional voluntario para la vejez y la liberación del impuesto a las ganancias de capital para las empresas de alta presencia bursátil. Esta última idea se expandió también para empresas emergentes, como parte del proceso de creación de alternativas de financiamiento para nuevos emprendimientos, pero se requieren medidas más profundas para incrementar su alcance.

(iv) Luego de más de tres años de tramitación en el Congreso Nacional, el pasado 21 de marzo de 2007 fue aprobada la versión de MK II que surgió de una indicación sustitutiva presentada por el actual gobierno, transformándose en Ley a fines de mayo de dicho año. El conjunto de reformas de MK II se pueden agrupar en tres grandes áreas. En primer lugar se introdujeron incentivos a la industria de capital de riesgo, por la vía de eliminar trabas para la formación de empresas, eliminar el impuesto a la ganancia de capital para casos calificados, flexibilizar la participación de CORFO y permitir la participación de la banca. En segundo

lugar se mejoraron los estándares de seguridad en mercados financieros, aumentando las facultades fiscalizadoras de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), mayores exigencias de custodia de títulos y fomento a su desmaterialización. En tercer lugar se impulsó el desarrollo de mercados financieros con medidas como la redefinición de la reserva técnica de los bancos, ampliación del tipo de inversiones para constituir reservas técnicas de las Compañías de Seguros, demutualización de las bolsas de valores y aumento de límites de inversión para Compañías de Seguros, entre otras.

(v) No obstante el reconocimiento de los distintos actores de los mercados financieros a los beneficios y avances de MK I y MK II, existe consenso de la necesidad de una tercera reforma al mercado de capitales (MK III), planteamiento recogido por el Ejecutivo como parte del plan Chile Invierte, el que contempla, tras un período de consultas con agentes del sector privado, enviar durante el primer trimestre del presente año un proyecto de ley en esta dirección. En el contexto de los antecedentes previos, el presente documento tiene como objeto presentar para su discusión un conjunto de propuestas realizadas por distintos agentes partícipes de la Bolsa de Comercio de Santiago para ser discutidas como parte de MK III.

#### *Desarrollo del mercado de valores: Integración y desarrollo del mercado de renta fija y de fondos de inversión*

(vi) Las ganancias de capital son el reflejo de las expectativas de cómo creen los inversionistas evolucionará las utilidades de la empresa en el futuro. En otras palabras, la ganancia de capital realizada por un inversionista ángel y/o capitalista de riesgo por la venta de su participación a un fondo de inversión de desarrollo de empresas, corresponde a traspasar sus derechos sobre los mayores flujos esperados de dividendos futuros de la compañía. Luego, la ganancia de capital no es una renta nueva, sino el reflejo del flujo de utilidades y dividendos futuros que sí están gravados con el impuesto a la renta. Así, gravar con impuesto a la renta las ganancias de capital como la descrita, implica gravar dos veces los mismos flujos.

(vii) Existe amplio consenso respecto de este análisis, sin embargo, las reformas MK I y MK II han aplicado estos conceptos en forma restringida, en parte por el temor a abusos en la aplicación de la norma. Resumidamente, MK I eximió del impuesto a las ganancias de capital las operaciones de acciones con alta presencia bursátil y MK II eximió, bajo ciertas restricciones y por un período transitorio, el impuesto a la renta las ganancias de capital obtenidas en la venta de acciones de fondos de inversión de capital de riesgo, beneficios que se expanden más limitadamente a inversionistas ángeles.

(viii) La actual situación del mercado de capitales resulta en que sólo las empresas con clasificación de riesgo “Grado de Inversión” (A-) o superior tienen acceso a obtener

financiamiento en el mercado de capitales doméstico (acciones y/o bonos) y algunas de ellas, bajo distintas condiciones, en el mercado de capitales internacional. Las demás empresas, en general, sólo disponen de financiamiento bancario o de intermediarios financieros no bancarios bajo la forma de leasing o factoring. Esta situación se debe tanto a las distorsiones tributarias como a factores asociados a la reglamentación y normativa regulatoria de los distintos actores que participan del mercado.

(ix) No obstante los avances que han significado MK I y MK II, el desarrollo, profundización e internacionalización del mercado de capitales chileno requiere seguir corrigiendo las distorsiones del impuesto a las ganancias de capital para un grupo más amplio de instrumentos. Entre otros, además del caso de las acciones, este doble impuesto está presente en los bonos transados en bolsa y en todo tipo de instrumentos derivados que son contratos sobre los flujos de dividendos e intereses que se encuentran gravados. Luego, las transferencias o transacciones de todo tipo de instrumentos, cuyos flujos subyacentes futuros están gravados no son renta en el instante en que se produce y por ende debieran estar libres del impuesto a la ganancia de capital, así como los derivados sobre estos instrumentos.

(x) Una de las razones que se han esgrimido para explicar la poca profundidad del mercado secundario de bonos chileno es el pago de impuesto a las ganancias de capital de los inversionistas residentes (excepto las AFP) y a que la normativa que exime a los inversionistas institucionales extranjeros excluye a bancos e intermediarios extranjeros, agentes que a nivel internacional se encargan de la comercialización y distribución de títulos de deuda. Por tanto, la eliminación del impuesto a las ganancias de capital de instrumentos de renta fija transados en bolsa para residentes y no residentes llevaría a una mayor profundización del mercado secundario de bonos.

(xi) Adicional a la distorsión originada por el impuesto a las ganancias de capital, el sistema tributario chileno dificulta la formación de fondos capaces de captar aportes internacionales para invertir en el extranjero. Esto ocurre porque el fondo debe pagar los impuestos correspondientes al país donde se realiza la inversión, pero además el inversionista debe pagar un 35% de impuesto al Fisco chileno para repatriar sus utilidades. Esta consideración también es válida para el impuesto de 4% para las remesas de intereses, las que limitan la participación de inversionistas internacionales en el mercado de deuda corporativa local y por tanto su profundización.

(xii) Otra distorsión del sistema tributario chileno que limita el desarrollo e integración del mercado de capitales, es el IVA a la intermediación financiera no bancaria. Conceptualmente, el IVA es un impuesto al producto final, al consumo final de los hogares y por tanto es equivalente a tener un impuesto a la venta de productos finales y no tener impuesto a los insumos. El servicio de intermediación financiera no es un servicio final (no se encuentra en la

función de utilidad del consumidor) sino más bien es una función de producción que permite transformar el consumo presente en consumo futuro.

(xiii) Así, cuando se grava con IVA el servicio de intermediación financiera, se genera una distorsión en el proceso ahorro-inversión. Sólo se debe gravar con IVA el consumo presente y el consumo futuro y no el proceso que permite esta sustitución intertemporal, ya que desincentiva el ahorro y por esa vía la disponibilidad de recursos para financiar el proceso de inversión.

(xiv) Adicionalmente, el IVA genera una discriminación en contra de ciertas tecnologías de intermediación. En Chile se grava con IVA la intermediación del mercado de capitales y no se grava con IVA la intermediación bancaria, lo que representa una inequidad competitiva entre estos dos sistemas de intermediación. En efecto, mientras el spread bancario está exento de IVA, las comisiones de fondos mutuos, comisiones de fondos de inversión y comisiones de corretaje de valores, entre otros servicios financieros, están afectas al IVA. El pago de IVA de estos servicios financieros genera una distorsión artificial que dificulta una mayor participación de inversionistas en el mercado de capitales por el mayor costo que origina y reduce la competitividad internacional del mercado doméstico.

(xv) Las secciones 2.1 y 2.2 profundiza estas y otras ideas y propone un conjunto de 9 propuestas.

#### *Desarrollo del mercado de valores: Desarrollo de instrumentos derivados y otras propuestas*

(xvi) El desarrollo de los productos derivados en general es clave para profundizar el mercado de capitales chileno y fortalecer su competitividad global relativo a otros centros financieros internacionales. En Chile el principal obstáculo para el impulso a los derivados tiene que ver con las incertidumbres respecto al tratamiento tributario. La jurisprudencia administrativa señala que tratándose de operaciones de cobertura, las ganancias de capital están exentas de impuesto a la renta no así las de carácter especulativo, lo que debe ser dispuesto por el SII. Sin embargo, en la práctica, gran parte de las veces el SII ha optado por definir ex post que las operaciones son especulativas y por tanto las ganancias de capital que se originan quedan afectas al impuesto a la renta. Resulta necesario precisar la forma en que este tipo de operaciones deben interpretarse dentro del marco de la legislación tributaria nacional, atendiendo a la amplia variedad de instrumentos y contratos derivados posibles, así como a la posibilidad que sus partes se encuentren domiciliadas dentro o fuera de Chile. La autoridad comparte el diagnóstico de que el bajo desarrollo del mercado de derivados en Chile se debe, entre otras razones, a la incertidumbre tributaria y como parte del Plan Chile Invierte, anunció que enviará un proyecto de ley al Congreso que establezca el nuevo marco tributario para las operaciones de derivados.

(xvii) En este respecto, a la luz del marco conceptual descrito previamente, estimamos que se debe eliminar el impuesto a las ganancias de capital a todos los instrumentos derivados transados en bolsa cuyos activos y cuyos flujos subyacentes estén afectos a impuesto a la renta, sin importar la naturaleza de la transacción. Futuros u opciones, que utilizan como referencia otros valores como acciones o bonos, en estricto rigor representan el dominio de un conjunto o cartera de valores y por tanto su valor viene determinado por los flujos futuros de los activos subyacentes, cuyos ingresos están gravados con impuesto a la renta. Por ello, al igual que los activos subyacentes, al gravar con el impuesto a las ganancias de capital las compensaciones de cualquier tipo de los contratos derivados se está grabando dos veces la misma renta.

(xviii) Una medida de este tipo permitirá el desarrollo de productos de gran crecimiento en los mercados internacionales como los ETF (Exchange Trade Funds), fondos indexados a un índice o una canasta de instrumentos financieros, con beneficios para el inversionista asociados a mayor liquidez y menores comisiones.

(xix) Otro aspecto que dificulta el desarrollo de instrumentos derivados es la forma que establece la legislación para el pago y rescate de cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión. Actualmente, estas transacciones se deben hacer exclusivamente en dinero efectivo, en moneda nacional o extranjera, según establezca el reglamento interno del fondo. La posibilidad de que se puedan realizar en valores, permite la creación de nuevos fondos con carteras de inversión en valores predeterminados y sin variaciones (es decir, los ETF descritos previamente), replicando así el comportamiento de carteras de acciones, bonos, índices accionarios, etc.

(xx) Finalmente, un instrumento derivado de gran importancia para el emprendimiento y la creación de valor son los “stock options” para los equipos ejecutivos. Ellos son programas de opciones de compra sobre acciones emitidas, pero no suscritas ni pagadas, de la propia empresa, que se utilizan como retribución a los directivos de las empresas. Con ello se busca el compromiso de largo plazo de los ejecutivos y alinear sus intereses con los de la compañía. Asimismo, en el caso de proyectos, se busca poder compensar más que proporcionalmente a los ejecutivos en los estados contingentes favorables del proyecto, de acuerdo al riesgo asumido. Esto último es muy importante para poder liberar de altos costos de gestión a los proyectos en las etapas tempranas y pagar costos de remuneración fijos de menor volumen en las etapas tempranas. Hay dos opciones. El ejecutivo podría vender la opción antes de ejercerla, o bien podría ejercerla y vender la acción concreta. Hoy los ejecutivos están afectos al impuesto a la ganancia de capital por todo el mayor valor entre la venta de la acción (u opción) y el costo efectivo que el ejecutivo paga por la opción (costo de compra) en el primer caso. Asimismo al momento de ejercer y vender la acción concreta, se grava todo el mayor valor entre el precio de venta y el “strike price”. Puesto que los ejecutivos no compran en

bolsa esta opción o la acción respectiva, quedan excluidos del beneficio que hoy existe para las acciones de alta presencia bursátil, aunque la acción califique para el beneficio. Para ser consistente con la normativa actual, se debe reconocer el precio de la acción en bolsa al momento de ser entregada la opción como el costo de compra de la acción para los efectos tributarios en los casos de acciones de alta presencia bursátil. Al momento de venta de la acción (u opción), el ejecutivo debe estar libre del impuesto a la ganancia de capital por el mayor valor entre el precio de la acción al momento de recibir la opción y el precio de venta. En el caso de los fondos de capital de riesgo que sí están exentos del impuesto en casos calificados, también es necesario replicar el beneficio para los ejecutivos remunerados con stock options y extenderlos del mismo modo en que están beneficiados los aportantes del fondo de inversión.

(xxi) La sección 2.3 describe 3 propuestas en las líneas arriba señaladas. La sección 2.4 agrega nuevas propuestas de profundización del mercado. En particular, se propone disminuir los quórum de decisiones claves en la junta de accionista en las sociedades anónimas para estimular la apertura de empresas en bolsa.

### *El mercado de capitales y la PYME*

(xxii) En Chile, las empresas de la categoría PYME está compuesta por un total de 128.337 empresas, la categoría microempresa asciende a 570.544 y sólo 7.000 empresas son grandes, es decir, tienen ventas anuales por más de UF 100.000, unos \$ 150 millones mensuales. En términos de la cartera comercial de los bancos, el 65% de ella está colocada en las 7.000 empresas grandes, mientras que el 25% de ella está colocada en las 130.000 empresas PYMES. Solo un 10% de la cartera comercial bancaria se encuentra en las microempresas.

(xxiii) A pesar del gran número de empresas de menor tamaño existentes en el país, el mercado de capitales se ha enfocado principalmente a desarrollar productos para las empresas grandes, entre otras causas debido a que la legislación y normativa han sido diseñadas para proveer de instrumentos a los inversionistas institucionales, especialmente las AFP, lo que induce a la autoridad a un excesivo celo protector de los fondos de pensiones. En segundo lugar se encuentra el celo protector del pequeño inversionistas desinformado, que puede ser víctima de abusos de información. Es evidente que las empresas medianas y pequeñas se encuentran menos estandarizadas y no pueden afrontar los costos fijos propios de las colocaciones en bolsa. Por ello, varios países han promovido el mercado de capitales para las pequeñas y medianas empresas y han desarrollado estatutos y requisitos especiales.

(xxiv) El mercado de capitales y la banca son dos tipos de tecnologías de intermediación distintas. El sistema de mercado de capitales es más estandarizado y funciona sobre la

colocación de instrumentos de oferta pública. El sistema bancario, por su parte, funciona sobre una base más personalizada y de relaciones de largo plazo. En Chile, por razones asociadas a la regulación, las grandes empresas con clasificación de riesgo “grado de inversión” o A-, pueden efectivamente optar entre uno u otro sistema para obtener recursos externos, en buenas condiciones ya que ambos compiten entre sí y por tanto la banca es muy competitiva en este segmento.

(xxv) La PYME, por su parte, sólo puede acceder al sistema bancario, y típicamente opera con uno o dos bancos. Ello redundará en un mayor costo de fondos y menores plazos de amortización, en general, inferiores a tres años para los productos de crédito comercial. La falta de competencia en este segmento se debe a que la banca opera con altos niveles de garantía (usualmente con una cobertura de dos veces), situación que se acrecienta por la existencia del impuesto de timbres y estampillas (ITE).

(xxvi) En este escenario general, las PYME han solucionado en forma razonable su financiamiento de mediano y largo plazo para el activo fijo cuando tienen bienes hipotecarios y bienes de capital, ya sea a través del crédito hipotecario y/o leasing. Sin embargo, no podemos decir lo mismo para el caso del financiamiento del capital de trabajo (cuentas por cobrar de clientes) y de inventarios. En este caso las PYME han recurrido al financiamiento a través del factoring y del confirming, bancario y no bancario, el que presenta un mayor costo de fondos. Respecto a los recursos de capital, históricamente las PYME han mejorado su base patrimonial con retención de utilidades y/o con la incorporación de socios, generalmente amigos o familiares, ya que la industria de capital de riesgo aún se encuentra en una etapa infante.

(xxvii) No obstante este crítico diagnóstico, se deben resaltar importantes iniciativas o reformas legales que se han implementado en los últimos años y que han mejorado las condiciones de financiamiento de las empresas de menor tamaño. Entre ellas se tiene la Ley N° 19.983 que otorgó título ejecutivo a las facturas y la última modificación a la Ley N° 19.220 que regula las Bolsas de Productos, que extiende a toda clase de facturas de bienes o servicios, los instrumentos susceptibles de negociación por intermedio de esta Bolsa. Este tipo de operaciones permite integrar a las PYME al mercado de capitales, a través del descuento de todo tipo de facturas, generando un nexo directo entre estas empresas y los inversionistas, lo que se traduce en menores costos de financiamiento.

(xxviii) Adicionalmente, existen factores tributarios y normativos que incrementan los costos de emitir instrumentos de oferta pública, los que afectan particularmente a las PYME. En primer lugar, las comisiones de los distintos agentes que participan de la estructuración de los instrumentos deben pagar IVA y los instrumentos de deuda ITE y segundo, las exigencias establecidas por la SVS en cuanto a información contable y clasificación de riesgos representan importantes costos para las empresas de menor tamaño.

(xxix) Debido a los elementos expuestos arriba, los países que han promovido el mercado de capitales para las PYME han desarrollado estatutos y requisitos especiales. Inspiradas en los ejemplos de Argentina, Brasil y España, la sección 3 proporciona propuestas concretas para lograr un encuentro entre la PYME y el mercado de capitales. Sobre la base de definir un nuevo estatuto de Inversionista Especial Calificado, se propone que las bolsas puedan emitir autónomamente, e decir con normas de autorregulación, todo tipo de instrumentos de empresas PYMES, garantizados o no con activos de las empresas. Ellos pueden ser efectos de comercio, facturas y títulos de cualquier tipo. También se propone la eliminación o derogación definitiva del impuesto de timbres y estampillas para las PYMES, en caso que la propuesta general de la eliminación total de este impuesto no sea acogida. Al menos para la PYME, debe considerarse su eliminación.

### *Exportación de servicios financieros*

(xxx) Chile aspira a ser un exportador de servicios en general y de servicios financieros en particular. Debido a leyes pioneras en materia de mercados financieros y de capitales, notablemente impulsadas por la reforma de capitalización individual y los fondos de pensiones, los actores del mercado de capitales chileno pueden explotar el *know-how* acumulado y convertirse en exportadores de servicios. Nos referimos por ejemplo a los servicios a ahorrantes e inversionistas globales para administración de fondos en general (e.g., *asset management, private equity, venture capital*), ya sea para invertir en Chile o en el exterior, estructuración de financiamientos y finanzas corporativas en general, y todo tipo de asesorías y servicios financieros.

(xxxi) Para comprender la propuesta de los requerimientos del Chile exportador de servicios, es necesario recorrer las bases conceptuales del tratamiento que se da a los exportadores de bienes. El principio fundamental que está en juego es que no se debe exportar impuestos y para ello hay un conjunto de exenciones. En primer lugar, el exportador tiene la posibilidad de facturar sus exportaciones exentas de IVA y en segundo lugar, cuando se importa un bien que se utiliza como insumo del producto exportado, el exportador debe pagar en aduanas tanto IVA como el arancel de importación. Para evitar este recargo en los costos y evitar “exportar impuestos”, el exportador puede solicitar al SII que le devuelva la parte de IVA y de los aranceles que se incorporó al producto exportado, en este último caso llamado *draw-back*.

(xxxii) En el caso de la exportación de servicios estos beneficios no están disponibles por dos razones. En primer lugar, no es fácil determinar cuál es el servicio exportado. La segunda razón es que los impuestos a la prestación de servicios importados no se encuentran en las glosas de aranceles del Servicio Nacional de Aduanas, sino que en el sistema de impuesto a la renta a los no residentes. En efecto, si un exportador de servicios financieros desea importar un sistema y

servicios de mantención de *back-office* desde la India o desde Uruguay, no existe un arancel de importación sino que un *royalty* o regalía, que no es más que un *withholding tax* por las remesas que se pagan a los prestadores de servicios no residentes. Este impuesto fluctúa entre un 20% y 30% de la remesa o pago por el servicio. Aunque se ha introducido una rebaja al 15% para la importación de software, todavía es muy alto y además tiene un conjunto de limitaciones que lo hacen poco operativo.

(xxxiii) La sección 4 proporciona 4 propuestas para impulsar el Chile exportador de servicios financieros. En caso que no se acoja la propuesta general de más arriba de eliminar el IVA a todo tipo de comisiones de intermediación financiera, al menos es imprescindible permitir facturar comisiones sin IVA cuando el servicio se presta a no residentes, en forma análoga al sistema para los exportadores de bienes. Adicionalmente se requiere aplicar el sistema de devolución proporcional del IVA compra pagado por los exportadores de servicios financieros, en forma análoga al sistema para exportadores de bienes. Es necesario también aplicar el sistema de *draw-back*, o devolución proporcional de los impuestos de importación de servicios que sean pagados por los exportadores de servicios. En este caso se requiere un *draw-back* proporcional por los eventuales aranceles de importación de bienes, así como un *draw-back* proporcional por las regalías (*withholding tax*) que el exportador deba pagar por las remesas al exterior.

(xxxiv) A continuación se reproducen todas las propuestas concretas siguiendo la misma numeración que tienen en el texto:

*Propuesta 2.1: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital para fondos de inversión que invierten en empresas en toda la cadena de financiamiento y no sólo para los fondos que invierten en empresas de ventas de UF 400 mil y menos.*

*Propuesta 2.2: Eliminar la transitoriedad del actual beneficio de MKII que elimina la ganancia de capital hasta el año 2022 para los fondos de inversión públicos y hasta el 2017 para los fondos de inversión privados, y dejar en forma permanente el beneficio para todos los fondos de inversión, en forma análoga al beneficio de MKI para las acciones de alta presencia bursátil.*

*Propuesta 2.3: Extender el actual beneficio de MKII que elimina la ganancia de capital para los fondos de inversión, de modo de incluir todas las empresas que califiquen y no sólo a las nuevas emisiones de acciones, en forma análoga al beneficio de MKI para las acciones de alta presencia bursátil.*

*Propuesta 2.4: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital en instrumentos de renta fija de oferta pública para inversionistas locales y extranjeros, y simplificar los requisitos del artículo 18 bis de la Ley de la Renta que exime de este impuesto a los inversionistas extranjeros que califican, permitiendo que bancos y “brokers” internacionales califiquen para el beneficio.*

Propuesta 2.5: Eliminar impuesto adicional de 35% para los inversionistas extranjeros que inviertan en instrumentos chilenos y el impuesto de 4% para las remesas de intereses.

Propuesta 2.6: Eliminar el IVA a todo tipo de comisiones en el mercado de capitales y de servicios de intermediación, tales como las comisiones de fondos mutuos, comisiones de fondos de inversión, comisiones de corretaje de valores y a cualquier otra transacción financiera que implique servicios de intermediación financiera.

Propuesta 2.7: Modificar criterios de inversión para que AFP puedan invertir en empresas con clasificación menor a BBB.

Propuesta 2.8: Permitir a los fondos de inversión la recompra de sus cuotas para aumentar la liquidez de las cuotas de fondos regulados en el mercado secundario.

Propuesta 2.9: Eliminar restricción para la constitución de patrimonio separados de sociedades securitizadoras relacionadas a bancos, sociedades financieras y fondos de inversión de créditos securitizados.

Propuesta 2.10: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital a todos los instrumentos derivados transados en bolsa cuyos flujos subyacentes estén afectos a dicho impuesto, sean instrumentos individuales o portafolios e índices sobre estos instrumentos.

Propuesta 2.11: Incorporar en la Ley de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión la opción de realizar aporte y rescate de cuotas en valores. Es decir, agregar en los respectivos artículos del D.L. N° 1.328, sobre Administración de Fondos Mutuos, y la Ley 18.815 sobre Fondos de Inversión y su Reglamento, relacionados al pago, rescate y liquidación de cuotas, la expresión “o en valores”.

Propuesta 2.12: Replicar para los ejecutivos que reciben “stock options” el beneficio que reciben los inversionistas de las acciones de alta presencia bursátil y los aportantes de los fondos de inversión en las mismas empresas cuyas acciones estén sujetas al beneficio, de modo de permitir el alineamiento de las compensaciones de los ejecutivos con los flujos de la empresa o proyecto.

Propuesta 2.13: Flexibilizar la definición de presencia bursátil, de modo de ampliar la exención establecida en el artículo 18 ter para las ganancias de capital de acciones adquiridas en bolsa.

Propuesta 2.14: Reducir el quórum de decisiones en las sociedades anónimas, para estimular la desconcentración e incentivar la colocación de títulos accionarios en bolsa.

Propuesta 2.15: Permitir la incorporación a la Bolsa Emergente de empresas listadas en bolsa con anterioridad a la ley MKI y que cumplan con sus requisitos.

Propuesta 3.1: *Definición de un nuevo estatuto de Inversionista Calificado Especial, inversionista que podría adquirir todo tipo de instrumentos que registren y emitan autónomamente las bolsas de comercio. Ellos deben incluir todo tipo de efectos de comercio, facturas y/o títulos de cualquier tipo, garantizados o no con activos de las compañías, de empresas PYMES.*

Propuesta 3.2: *Eliminación general del impuesto de timbres y estampillas, o en su defecto, exención para las empresas MIPYMES.*

Propuesta 3.3: *Facultar a las bolsas de valores para emitir un reglamento de autorregulación para la emisión de los instrumentos susceptibles de ser adquiridos por los Inversionistas Calificados Especiales, instrumentos que no requieren ser autorizados en forma individual por la SVS, sino que autorizados por el directorio de la bolsa correspondiente.*

Propuesta 3.4: *Permitir la emisión de acciones de empresas PYMES en la bolsa emergente con un estatuto especial respecto a la entrega de información y a los requerimientos de estados financieros, definidas por cada bolsa de valores, instrumentos que sólo podrán ser adquiridos por los Inversionistas Calificados Especiales.*

Propuesta 3.5: *Perfeccionar la Ley de Facturas, explicitando derechos especiales del tenedor original de la factura cuando éste sea una empresa MIPYME, respecto de la notificación de cesión y permitir explícitamente el cobro de intereses en caso que el deudor se atrase en el pago de la factura. Estos derechos especiales deben ser transferibles.*

Propuesta 4.1: *Permitir la facturación de comisiones del sistema financiero exentas de IVA cuando el servicio se presta a no residentes, en forma análoga al sistema para los exportadores de bienes.*

Propuesta 4.2: *En caso que no se realice la reforma propuesta en Propuesta 2.6, aplicar el sistema de devolución proporcional del IVA compra a los exportadores de servicios financieros, en forma análoga al sistema para exportadores de bienes.*

Propuesta 4.3: *Aplicar el sistema de draw-back (o devolución proporcional de los impuestos de importación de bienes y servicios) que sean pagados por los exportadores de servicios. En este caso se requiere un draw-back proporcional por los eventuales aranceles de importación de bienes, así como un draw-back proporcional por las regalías (withholding tax) que el exportador deba pagar por las remesas al exterior.*

Propuesta 4.4: *Para hacer operativas las propuestas 4.1, 4.2 y 4.3 arriba señaladas, deberá ser el Servicio de Impuestos Internos el que defina por normas de carácter general los ingresos de exportación de los servicios financieros susceptibles de este beneficio y no el Servicio Nacional de Aduanas, que es un organismo orientado al comercio de bienes físicos y tangibles.*

# 1. Antecedentes y objetivos

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

Dicho estancamiento que experimentó nuestra economía y el mercado de capitales desde la segunda mitad de la década pasada llevó a una amplia discusión entre el mundo privado y público a comienzos de la presente, con el objeto de plantear reformas microeconómicas para gran parte de los sectores que componen la economía nacional. Uno de los sectores favorecidos con este debate fue el mercado financiero y de capitales, a través de las denominadas Reformas al Mercado de Capitales I y II (MK I y MK II), la primera de las cuales fue aprobada por el Congreso en 2001 y la segunda en 2007.

Las ideas fuerza más importantes que han inspirado estas reformas, que se profundizan en la segunda sección de este documento, son: La profundización del impuesto base consumo a través del mercado de capitales, deduciendo el ahorro previsional voluntario de la base imponible del impuesto a la renta; promover la sana competencia entre distintos actores del mercado; desreglamentar el marco legal excesivo; y modificar el modo de fiscalización desde exceso de prevención ex ante a un mayor control ex post.

El diagnóstico que en ese momento fue compartido tanto por analistas como por autoridades de Gobierno, llevó a que a comienzos del año 2000 se comenzara a discutir en el ámbito público-privado reformas a la legislación de mercado de capitales. Finalmente, en noviembre del año 2001, se aprobó el paquete de reformas cuyo principal objetivo era mejorar la liquidez y profundidad del mercado de valores e incentivar el ahorro de las personas. Fue la llamada Reforma MK I. En este respecto, entre los cambios más importantes, cuyo objetivo fue el de mejorar la liquidez y profundidad del mercado de valores, se encuentran la creación del ahorro previsional voluntario para la vejez y la liberación del impuesto a las ganancias de capital para las empresas de alta presencia bursátil. Esta última idea se expandió también para empresas emergentes, como parte del proceso de creación de alternativas de financiamiento para nuevos emprendimientos, pero se requieren medidas más profundas para incrementar su alcance (como parte de MK I). Asimismo, entre otras, se introdujeron reformas tributarias y

normativas para facilitar la venta corta de acciones, se redujo en 50% el capital mínimo para la obtención de una licencia bancaria y se eximió del impuesto de timbres y estampillas a las emisiones de líneas de efectos de comercio.

Luego de aprobadas las reformas de MK I, hacia fines del año 2001 la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) en conjunto con el gobierno iniciaron el trabajo de la denominada Agenda Pro Crecimiento, la que consistió en el estudio a nivel técnico de profesionales del sector público y privado de un conjunto de reformas que se debían realizar en cada uno de los sectores económicos del país de modo de dar un reimpulso al crecimiento potencial de nuestra economía. En el caso del sector financiero y de mercado de capitales, las propuestas de la entidad gremial se plasmaron en un documento que resume las propuestas que se analizaron y discutieron con autoridades de gobierno durante el último trimestre del año 2002 y el primer trimestre del 2003. En junio de dicho año los proyectos de Ley denominados Reforma al Mercado de Capitales II fueron enviados al Congreso por parte de las autoridades económicas y reguladoras. Debido en parte a la crisis Inverlink y las pérdidas que tuvo CORFO con la caída de este banco de inversiones, el proyecto originalmente destinado a un impulso microeconómico del mercado de capitales se desdibujó y se estancó en el Congreso Nacional.

Tras más de tres años de tramitación en el Congreso Nacional, el 21 de marzo de 2007 fue aprobada la versión de MKII que surgió de una indicación sustitutiva presentada por el actual gobierno, transformándose en Ley a fines de mayo de dicho año. El conjunto de reformas de MK II se pueden agrupar en tres grandes áreas. En primer lugar se introdujeron incentivos a la industria de capital de riesgo, por la vía de eliminar trabas para la formación de empresas, eliminar el impuesto a la ganancia de capitales para casos calificados, flexibilizar la participación de CORFO y permitir la participación de la banca. En segundo lugar se mejoraron los estándares de seguridad en mercados financieros, aumentando las facultades fiscalizadoras de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), mayores exigencias de custodia de títulos y fomento a su desmaterialización. En tercer lugar se impulsó el desarrollo de mercados financieros con medidas como la redefinición de la reserva técnica de los bancos, ampliación del tipo de inversiones para constituir reservas técnicas de las compañías de seguros, demutualización de las bolsas de valores y aumento de límites de inversión para compañías de seguros, entre otras.

No obstante el reconocimiento de los distintos actores de los mercados financieros a los beneficios y avances de MK I y MK II, existe consenso de la necesidad de una tercera reforma al mercado de capitales (MK III), planteamiento recogido por el Ejecutivo como parte del plan Chile Invierte, el que contempla, tras un período de consultas con agentes del sector privado, enviar durante el primer trimestre del año 2008 un proyecto de ley en esta dirección.

En el contexto de los antecedentes previos, el presente documento tiene como objeto presentar para su discusión un conjunto de propuestas realizadas por distintos agentes partícipes de la Bolsa de Comercio de Santiago para ser discutidas como parte de MK III. 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 que operan en la Bolsa de Comercio de Santiago, durante los meses de julio a septiembre de 2007, así como otras propuestas que el autor ha promovido durante los últimos años.

Evidentemente no ha sido posible, por razones de tiempo, incluir una revisión comprehensiva de todos los temas. Necesariamente las propuestas incluidas en este documento están limitadas por el número de contribuciones que ha sido posible recibir y procesar. El listado completo de los entrevistados y/o colaboradores, es el siguiente: Juan C. Alcalde, César Barros, Manuel Bulnes, Alfonso Castillo, Gabriela Clivio, Pablo Correa, Matías Eguiguren, Alejandro Fernández, Luis Oscar Herrera, Alejandro Hirmas, José Antonio Labbé, Frank Leighton, Jaime March, Lorena Pizarro, Guillermo Tagle, Mario Tessada, Fernando Tisné, Jorge Tolosa, Gonzalo Ugarte y Maximiliano Vial.<sup>1</sup>

---

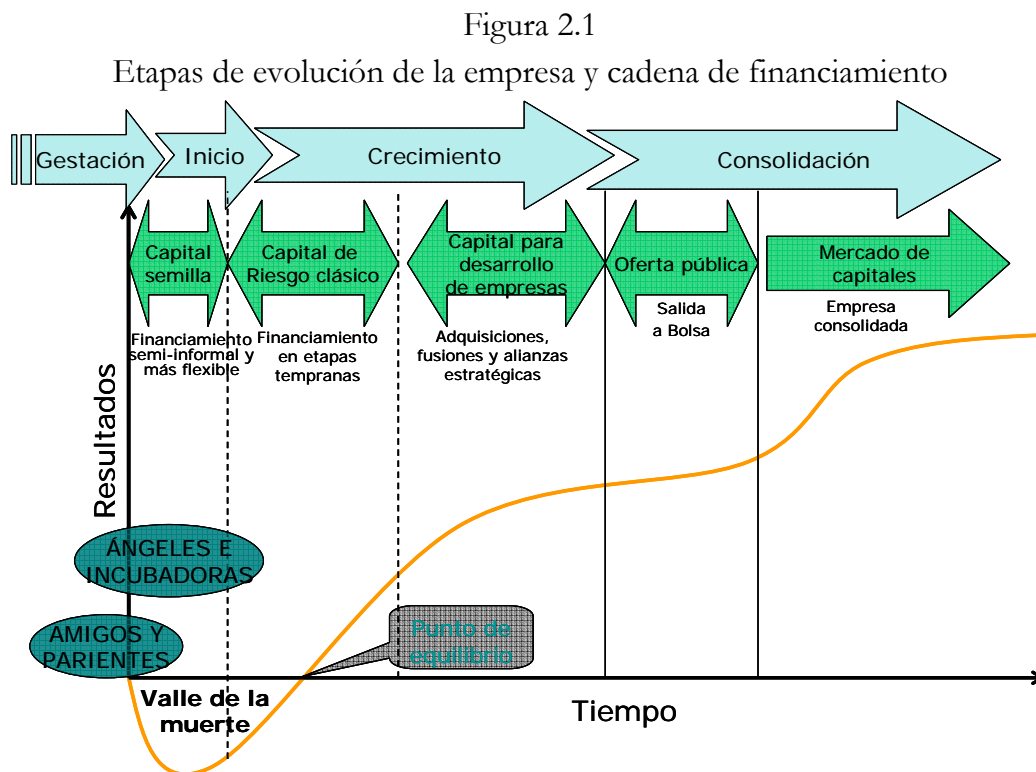
<sup>1</sup> Puesto que simultáneamente el Círculo de Finanzas de ICARE trabajó en sus propias propuestas y en ellas existen colaboradores comunes, algunas de las contribuciones se repiten en ambos documentos. Ver “Hacia una Nueva Reforma del Mercado de Capitales: 75 propuestas de modernización”, ICARE, 20 de septiembre de 2007, [mk@icare.cl](mailto:mk@icare.cl).

## 2. Desarrollo del mercado de valores

### 2.1 Marco conceptual general: Etapas de la cadena de financiamiento de empresas y las reformas MK I y MKII

Las reformas introducidas por MK I y MK II así como también las propuestas para MK III deben ser analizadas y entendidas tomando como referencia las etapas por la cual, en general, pasan los emprendimientos y/o empresas a lo largo de su ciclo de vida, las que se esquematizan en la figura 2.1 siguiente.

La figura muestra, de manera esquemática, las etapas del ciclo de vida operativo que enfrentan las empresas en el tiempo, en términos de la evolución de sus resultados financieros y las fuentes de financiamiento disponibles a las que idealmente debiera acceder un emprendimiento tipo. La cadena ha sido diseñada y/o incentivada por aquellos países que exhiben mejores indicadores en lo referente a creación de empresas exitosas, innovadoras y de alto potencial de crecimiento y también, en alguna medida, mayor movilidad social. Para que un mayor número de empresas alcancen la etapa de mercado de capitales, es necesario también mejorar la cadena de financiamiento a través del ciclo de vida de la empresa, profundizando así la estandarización e institucionalización de este proceso.



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa de la figura, la primera gran dificultad que enfrenta una empresa o proyecto naciente es superar el denominado “valle de la muerte”, es decir, el período de tiempo en que los flujos generados por el negocio no cubren los gastos operacionales y las necesidades de inversión. En esta etapa de gestación e inicio incipiente de operaciones, los emprendimientos o proyectos requieren de financiamiento flexible, donde es fundamental el financiamiento de capital semilla y de los denominados “inversionistas ángeles” o simplemente “ángeles”. La continuación lógica en la cadena de financiamiento a la que pueden acceder emprendimientos o iniciativas de negocios es la industria de capital de riesgo clásico (“venture capital”), calificación necesaria para distinguirla del capital para desarrollo de empresas (“development capital” o “private equity”). Genéricamente, los fondos de capital de riesgo clásico invierten en empresas que se encuentran en etapas tempranas de desarrollo, en la creación de empresas con alto potencial de crecimiento o en empresas con alguna historia y presencia en el mercado que no han crecido por falta de capital y/o por problemas de gestión y dirección. Una de las características del financiamiento de capital de riesgo es que además del aporte de recursos monetarios, participa activamente de la gestión administrativa, financiera y comercial de los negocios en que invierte.

Seguidamente, aquellos emprendimientos que producto de la participación y apoyo de los capitalistas de riesgo alcanzan un tamaño importante y que requieren de mayor capital para continuar creciendo, debieran disponer de una industria de capital de desarrollo de empresas, con mayor disponibilidad de recursos y mayor “expertise” para estructurar alianzas estratégicas, fusiones y/o adquisiciones y preparar su apertura a bolsa y participación en el mercado de capitales.

Una característica común en todas las etapas de esta evolución, es que producto del crecimiento del emprendimiento, cada uno de los agentes que participa de su financiamiento incrementa el valor de sus aportes, que en el caso de ser liquidado, se transforma en una ganancia de capital. En este respecto, es útil preguntarse ¿cuál es el fundamento de este mayor valor de las inversiones y/o de la ganancia de capital? Las ganancias de capital son el reflejo de las expectativas de cómo creen los inversionistas evolucionarán las utilidades de la empresa en el futuro. En otras palabras, en términos de la figura 2.1, la ganancia de capital realizada por un inversionista ángel y/o capitalista de riesgo por la venta de su participación a un fondo de inversión de desarrollo de empresas, corresponde a traspasar sus derechos sobre los mayores flujos esperados de dividendos futuros de la compañía. Luego, la ganancia de capital no es una renta nueva, sino el reflejo del flujo de utilidades y dividendos futuros que sí están gravados con el impuesto a la renta. Así, gravar con impuesto a la renta las ganancias de capital como la descrita, implica gravar dos veces los mismos flujos, ya que éstas tienen su fundamento en una renta futura que está afecta a impuesto a la renta.

Existe amplio consenso respecto al análisis de arriba, tanto en los actores privados como en las autoridades económicas. Sin embargo, las reformas MK I y MK II han aplicado estos conceptos en forma restringida, en parte por temor a abusos en la aplicación de la norma. Resumidamente, MK I eximió del impuesto a las ganancias de capital las operaciones de acciones con alta presencia bursátil compradas después del 19 de abril de 2001 y para las adquiridas en una fecha anterior que se acogieran al artículo 2 transitorio de la citada Ley (actualmente normadas por el artículo 18 ter de la Ley de la Renta)<sup>2</sup>. Por su parte, MK II eximió de impuesto a la renta las ganancias de capital obtenidas en la venta de acciones de fondos de inversión de capital de riesgo, beneficios que se expanden más limitadamente a inversionistas ángeles. Esta exención está vigente hasta el año 2022 (fondos públicos) y hasta el año 2017 (fondos privados) para acciones emitidas por S.A. cerradas o Sociedades por Acciones, que cumplan con una serie de requisitos relacionados a tamaño, que no formen parte de algún grupo empresarial, y entre otros, que el giro de la empresa no sea inmobiliario, casinos, importación de bienes y servicios, inversión y servicios financieros. Además se establecieron condiciones copulativas asociadas principalmente a limitar su posible beneficio entre relacionados.<sup>3</sup>

Así, la autoridad ha establecido la exención para las acciones de alta presencia bursátil en forma irrestricta (permanente); y más limitadamente (transitorio) en el tiempo para los fondos de inversión de pequeñas y medianas empresas. Cabe destacar que esta asimetría no se justifica desde el punto de vista teórico, pues en ambos casos el impuesto a las ganancias de capital es un doble impuesto que es muy gravoso. Adicionalmente, la reforma de MK I dejó como renta exenta la ganancia de capital para todas las acciones de alta presencia bursátil vigentes a ese momento, sin embargo, la reforma de MK II sólo dejó como renta exenta las ganancias de capital para las nuevas emisiones de acciones de capital de riesgo. Tanto la transitoriedad mencionada arriba como la exclusión de las acciones emitidas antes de aprobada la ley para el caso de empresas pequeñas son asimetrías sin justificación. Es conveniente normalizar esta situación y liberar el beneficio para empresas de toda la cadena de financiamiento y no sólo para las empresas que venden menos de UF 400 y las de alta presencia bursátil.

---

<sup>2</sup> Los accionistas de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil cuya adquisición se efectuó hasta el 19 de abril de 2001, se pudieron acoger a dicho beneficio siempre que optaran por pagar el impuesto único establecido en el artículo 17°, N° 8, de la ley sobre Impuesto a la Renta, por la ganancia de capital devengada a esa fecha.

<sup>3</sup> Para calificar al beneficio, el fondo de inversión debe invertir en empresas que tengan ventas inferiores a UF 200 mil anuales para el caso de fondos de inversión privados y de menos de UF 400 mil anuales para el caso de fondos de inversión públicos.

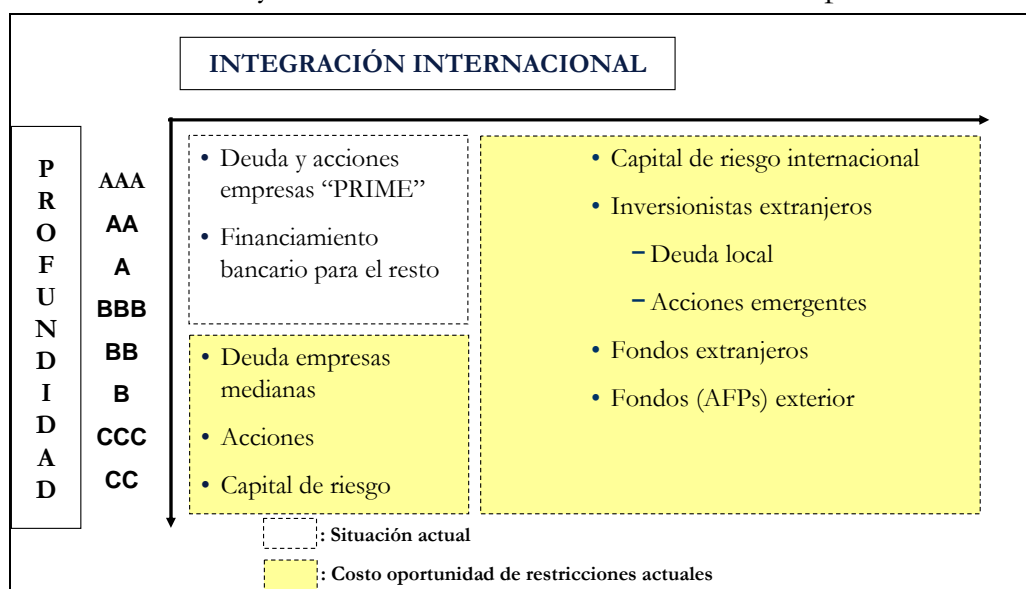
## 2.2 Integración y desarrollo del mercado de renta fija y de fondos de inversión

### 2.2.1 Marco conceptual

La figura 2.2 presenta la situación actual del mercado de capitales chileno y lo que se espera sea el desarrollo futuro más probable en los próximos años, en cuanto a su profundidad e integración internacional. Como se especifica en la figura, la línea horizontal da cuenta del grado de integración internacional y la vertical, de la profundidad del mercado de capitales doméstico, medido desde el punto de vista de los grados de inversión de los instrumentos.

Figura 2.2

#### Situación Actual y Desarrollo Futuro del Mercado de Capitales Chileno



Fuente: Tagle (2007)<sup>4</sup>.

La situación actual del mercado de capitales doméstico se caracteriza en el cuadrante superior-izquierdo de la figura. Se observa que sólo las empresas con clasificación de riesgo "Grado de Inversión" (A-) o superior tienen acceso a obtener financiamiento en el mercado de capitales doméstico (acciones y/o bonos) y algunas de ellas, bajo distintas condiciones, al mercado de capitales internacional. Las demás empresas, en general, sólo disponen de financiamiento bancario o de intermediarios financieros no bancarios bajo la forma de

<sup>4</sup> Tagle, Guillermo (2007), "Mercado de Capitales y "Teología de la Liberalización"", Seminario SOFOFA-Universidad Finis Terrae, Junio.

préstamos, leasing o factoring. Esta situación se debe tanto a las distorsiones tributarias como a factores asociados a la reglamentación y normativa regulatoria de los distintos actores que participan del mercado, las que se analizan en lo que sigue.<sup>5</sup>

No obstante los avances que han significado MK I y MK II, el desarrollo, profundización e internacionalización del mercado de capitales chileno requiere seguir corrigiendo las distorsiones del impuesto a las ganancias de capital para un grupo más amplio de instrumentos. Entre otros, además del caso de las acciones, se encuentran los bonos transados en bolsa, instrumentos que generarán al inversionista flujos futuros de intereses que están gravados con impuesto a la renta. También es el caso de todo tipo de instrumentos derivados que son contratos sobre los flujos de dividendos e intereses que se encuentran ya gravados, como se analiza más adelante. Luego, las transferencias o transacciones de todo tipo de instrumentos (incluidos los derivados que se analizan en la sección 2.3), cuyos flujos subyacentes futuros están gravados, no son renta en el instante en que se produce la transferencia o transacción y por ende debieran estar libres del impuesto a la ganancia de capital.

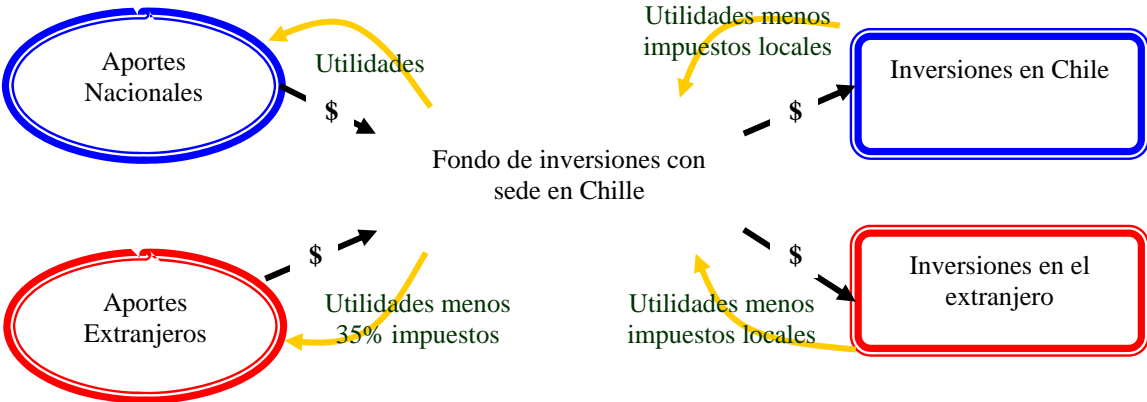
En Chile participan del mercado de renta fija principalmente las AFP, quienes están exentas, y las Cías de Seguros de Vida que utilizan estos instrumentos para calzar su estructura de activos y pasivos. Entre las razones que se han esgrimido para explicar la poca profundidad del mercado doméstico de bonos se encuentran el impuesto a las ganancias de capital para los inversionistas domésticos (excepto las AFP) y al poco interés de los inversionistas institucionales extranjeros. En efecto, el artículo 18 bis de la Ley de la Renta establece que el mayor valor obtenido en la enajenación de acciones abiertas con presencia bursátil o bonos obtenido por inversionistas institucionales extranjeros (fondos mutuos, fondos de pensiones u otros), es decir la ganancia de capital, realizada en bolsa o en conformidad al Título XXV de la Ley 18.045 (Ley de Valores) o mediante otro sistema autorizado por la SVS, es ingreso no renta. El inversionista extranjero debe cumplir una serie de requisitos, en especial que se trata de fondos listados en mercados reconocidos y que no mantengan entre sus aportantes a residentes chilenos. Con este último requisito se excluye a bancos e intermediarios extranjeros como oferentes de los instrumentos de renta fija pues en los mercados internacionales la comercialización y distribución de títulos ese hace precisamente a través de éste tipo de agentes.

Sin embargo, más importante aún, es necesario expandir a los instrumentos de renta fija y bonos los mismos beneficios de los instrumentos de renta variable. Así, la eliminación del impuesto a las ganancias de capital de instrumentos de renta fija transados en bolsa para residentes y no residentes, sean bancos o intermediarios de otro tipo, llevaría a una mayor

profundización del mercado secundario de bonos. Una solución entonces es que el tratamiento actual para inversionistas institucionales extranjeros del artículo 18 bis de la Ley de la Renta, se extienda a bancos y “brokers” internacionales, ya que la situación actual no facilita la participación de estos importantes agentes de mercado. Por ejemplo, se puede ampliar a que sea un Banco o Corredora de Bolsa (“broker”) extranjero de un país que tenga grado de inversión para su deuda pública, según clasificación efectuada por una agencia internacional clasificadora de riesgo calificada como tal por la SVS, y que sea regulado por una entidad equivalente a los organismos chilenos (SBIF o SVS).

Adicional a la distorsión originada por el impuesto a las ganancias de capital, el actual sistema tributario chileno dificulta la formación de fondos en Chile capaces de captar aportes en el extranjero para invertir también en el extranjero. Esto ocurre porque el fondo debe pagar los impuestos correspondientes al país donde se realiza la inversión, pero además el inversionista extranjero debe pagar un 35% de impuesto al Fisco chileno para repatriar sus utilidades. Por lo tanto, se puede dar el absurdo que un inversionista deba pagar al Fisco chileno impuestos por una inversión que se puede haber concretado en su país de residencia. La Figura 2.3 representa los flujos de operación de un fondo de inversión con estas características.

Figura 2.3  
Flujos de un Fondo de inversión internacional



Fuente: Elaboración propia.

El problema también surge cuando una empresa internacional desea levantar deuda para su filial chilena para obtener mejores condiciones. El capital obtenido debe pagar impuesto como si el dinero fuera a salir del país. Esto le ocurrió a la compañía mexicana América Móvil cuando necesitaba recursos para su filial chilena.

Asimismo, con el objetivo de fomentar la inversión extranjera en fondos locales y competir en igualdad de condiciones con otras plazas de la región, es necesario eximir de pago

de impuestos a la ganancia de capital a los extranjeros que inviertan en fondos nacionales, como por ejemplo lo hizo Brasil.

Las dos consideraciones previas también son válidas para el impuesto de 4% para las remesas de intereses, las que limitan la participación de inversionistas internacionales en el mercado de deuda corporativa local y por tanto su profundización y mejores condiciones para las empresas que operan en el país.

Otra distorsión del sistema tributario chileno y que limita el desarrollo e integración internacional del mercado de capitales, es el IVA a la intermediación financiera no bancaria. Conceptualmente, el IVA es un impuesto al producto final, al consumo final de los hogares y por tanto es equivalente a tener un impuesto a la venta de productos finales y no tener impuesto a los insumos. La aplicación práctica del IVA se hace de forma integrada, a través de los eslabones insumo-producto, de manera que todas las actividades económicas que son utilizadas como insumos en otros procesos productivos no pagan IVA, se descuenta el IVA-compra del IVA-venta en cada unidad productiva. Ello incluye los bienes de capital, lo que finalmente resulta en que sólo se grave el consumo final de bienes y servicios de los hogares. En jerga de economista, se trata de gravar los bienes de consumo final de los hogares, es decir los bienes que encuentran en la función de utilidad del consumidor, y no gravar los insumos de producción de dichos bienes.

El servicio de intermediación financiera no es un servicio final que se encuentre en la función de utilidad, sino más bien es una función de producción que permite transformar el consumo presente en el consumo futuro. Así, cuando se grava con IVA el servicio de intermediación financiera, se genera una distorsión en el proceso ahorro-inversión cuando el sujeto que ahorra no es un contribuyente de IVA. Sólo se debe gravar con IVA el consumo presente y el consumo futuro y no el proceso que permite esta sustitución intertemporal, ya que desincentiva el ahorro y por esa vía la disponibilidad de recursos para financiar el proceso de inversión. A diferencia de los otros bienes y servicios destinados al consumo final, el IVA del servicio de intermediación financiera que se presta a los ahorrantes finales no puede descargarse en un IVA venta, por lo que se está gravando el monto de recursos que se descuentan del consumo presente para ser destinado al consumo futuro, con lo cual la pendiente de transformación entre consumo presente y consumo futuro se ve afectada, desincentivando el ahorro y por ende la inversión.<sup>6</sup>

Adicional, al problema general mencionado arriba, en Chile existe discriminación en contra de ciertas tecnologías de intermediación. En Chile se grava con IVA la intermediación del mercado de capitales y no se grava con IVA la intermediación bancaria, lo que representa

---

<sup>6</sup> Un análisis matemático de este punto se puede consultar en “Agenda Pro Crecimiento: Propuestas de reformas al MK II”, trabajo encargado por SOFOFA, 12 de abril de 2002, anexo A. Disponible en [www.elkybalion.cl](http://www.elkybalion.cl)

una inequidad competitiva entre estos dos sistemas de intermediación. Esta distorsión artificial dificulta una mayor participación de inversionistas en el mercado de capitales por el mayor costo que origina.

En efecto, el spread bancario, es decir la diferencia entre los intereses pagados por las captaciones y los intereses cobrados por sus colocaciones, no paga IVA. Por otro lado, un fondo mutuo que capta cuotas, que cobra comisiones para invertir a cuenta de esos aportantes y luego devuelve las cuotas con una rentabilidad, sí paga IVA por las comisiones al igual que las comisiones de los fondos de inversión públicos y privados. Esto es una distorsión en la competencia de los dos sistemas de intermediación, es decir, el mercado de capitales versus el sistema bancario. La comisión es el ingreso operacional de los intermediadores del mercado de capitales y es análoga al spread bancario.

Sólo hay tres excepciones en las cuales la comisión no se encuentra gravada con IVA. Ellas son las comisiones de administración de los fondos de pensiones por el ahorro obligatorio, las primas de invalidez y sobre vivencia del sistema de AFP y las comisiones por el ahorro previsional voluntario. Solo en estos 3 casos se ha excluido el pago de IVA, lo que representa un sesgo para estas formas de ahorro.

Adicionalmente a los temas señalados más arriba, se debe avanzar en cambios normativos a la regulación del mercado de capitales en los siguientes ámbitos:

*(i) Instrumentos elegibles para inversión de las AFP*

Actualmente las AFP sólo pueden invertir en empresas consideradas como *prime*, es decir, aquellas con una clasificación de riesgo igual o superior a A-. Esto genera una barrera a la inversión en las empresas que cuentan con menores opciones de financiamiento. El actual límite que tienen las AFP para invertir libremente es en términos globales de un 1% del fondo. Se propone establecer un límite de inversión de hasta 10% de la cartera de los fondos de pensiones para ser invertidos en empresas con clasificación inferior a grado de inversión (A-) o BBB e inferior. Ello permitiría generar carteras de inversión más diversas donde la competencia obligue a buscar una mayor cantidad de combinaciones de rentabilidad y riesgo de acuerdo a la estrategia de cada Administradora, y de paso mejorar las condiciones de financiamiento de las empresas de menor tamaño o en condiciones de crecimiento acelerado. Luego de 25 años de experiencia del sistema de AFP, se estima que es el momento oportuno para reducir los controles sobre la forma en que las administradoras deciden sus inversiones, sin que ello signifique descuidar la transparencia del sistema.

*(ii) Recompra de cuotas por parte de los fondos de inversión regulados*

Para lograr una mayor liquidez de las cuotas de los fondos públicos regulados, es necesario permitir su recompra, ya que en el caso de contar con esta facultad les entregarían condiciones más flexibles a los inversionistas para que puedan entrar o salir de los fondos por períodos más breves de tiempo. Para entregarle mayor transparencia a este mecanismo, las condiciones de recompra debiesen quedar estipuladas en el reglamento interno considerando un porcentaje máximo de recompra del total de cuotas y la frecuencia con que estas se realizarán (anual o semestral).

Actualmente los fondos pueden realizar disminuciones voluntarias de capital las que operan como un sustituto a la recompra de cuotas.

*(iii) Límites al porcentaje de activos de un banco o sociedad financiera para constituir un patrimonio separado de una sociedad securitizadora relacionada*

El Artículo N° 136 de la Ley de Valores (N° 18.045), establece que las sociedades securitizadoras no pueden tener en cada uno de sus patrimonios separados más de un 35% de activos que hayan sido originados o vendidos por un mismo banco o sociedad financiera relacionada a la sociedad securitizadora, restricción que se extiende a las administradoras de fondos de inversión de créditos securitizados de la Ley 18.815. Esta restricción afecta en forma importante a los bancos ya que obliga a securitizar un *pool* de activos propios en conjunto con otra entidad financiera, lo que inhibe el desarrollo de este mercado.

## 2.2.2 Propuestas concretas

Sobre la base del análisis de la subsección anterior, aquí se proponen propuestas concretas. El caso de los instrumentos derivados se reserva para la próxima sección.

*Propuesta 2.1: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital para fondos de inversión que invierten en empresas en toda la cadena de financiamiento y no sólo para los fondos que invierten en empresas de ventas de UF 400 mil y menos.*

*Propuesta 2.2: Eliminar la transitoriedad del actual beneficio de MKII que elimina la ganancia de capital hasta el año 2022 para los fondos de inversión públicos y hasta el 2017 para los fondos de inversión privados, y dejar en forma permanente el beneficio para todos los fondos de inversión, en forma análoga al beneficio de MKI para las acciones de alta presencia bursátil.*

*Propuesta 2.3: Extender el actual beneficio de MKII que elimina la ganancia de capital para los fondos de inversión, de modo de incluir todas las empresas que califiquen y no sólo a las nuevas emisiones de acciones, en forma análoga al beneficio de MKI para las acciones de alta presencia bursátil.*

*Propuesta 2.4: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital en instrumentos de renta fija de oferta pública para inversionistas locales y extranjeros, y simplificar los requisitos del artículo 18 bis de la Ley de la Renta que exime de este impuesto a los inversionistas extranjeros que califican, permitiendo que bancos y “brokers” internacionales califiquen para el beneficio.*

*Propuesta 2.5: Eliminar impuesto adicional de 35% para los inversionistas extranjeros que inviertan en instrumentos chilenos y el impuesto de 4% para las remesas de intereses.*

*Propuesta 2.6: Eliminar el IVA a todo tipo de comisiones en el mercado de capitales y de servicios de intermediación, tales como las comisiones de fondos mutuos, comisiones de fondos de inversión, comisiones de corretaje de valores y a cualquier otra transacción financiera que implique servicios de intermediación financiera.*

*Propuesta 2.7: Modificar criterios de inversión para que AFP puedan invertir en empresas con clasificación menor a BBB.*

*Propuesta 2.8: Permitir a los fondos de inversión la recompra de sus cuotas para aumentar la liquidez de las cuotas de fondos regulados en el mercado secundario.*

*Propuesta 2.9: Eliminar restricción para la constitución de patrimonio separados de sociedades securitizadoras relacionadas a bancos, sociedades financieras y fondos de inversión de créditos securitizados.*

## 2.3 Desarrollo de instrumentos derivados

### 2.3.1 Marco conceptual

El desarrollo de los productos derivados en general es clave para profundizar el mercado de capitales chileno y fortalecer su competitividad global relativa a otros centros financieros internacionales. En Chile el principal obstáculo para el impulso a los derivados tiene que ver con las incertidumbres respecto al tratamiento tributario. En efecto, en Chile no

existe claridad respecto al tratamiento tributario de los flujos de compensación de los contratos de derivados. La jurisprudencia administrativa señala que tratándose de operaciones de cobertura, las ganancias de capital están exentas de impuesto a la renta no así las de carácter especulativo, lo que debe ser dispuesto por el SII. Sin embargo, en la práctica, gran parte de las veces el SII ha optado por definir ex post que las operaciones son especulativas y por tanto las ganancias de capital que se originan quedan afectas al impuesto a la renta. En este sentido, el propio Ministerio de Hacienda, como parte de los anuncios realizados en el lanzamiento del Plan Chile Invierte, señala que el mercado de derivados en Chile ha tenido un bajo desarrollo, entre otras razones, debido a una serie de incertidumbres respecto de su tratamiento tributario. Resulta necesario precisar la forma en que este tipo de operaciones deben interpretarse dentro del marco de la legislación tributaria nacional, atendiendo a la amplia variedad de instrumentos y contratos derivados posibles, así como a la posibilidad que sus partes se encuentren domiciliadas dentro o fuera de Chile.

Como parte de dicho Plan, el Gobierno enviará un proyecto de ley al Congreso que establezca el nuevo marco tributario para las operaciones de derivados en Chile, de manera de incentivar su funcionamiento fluido y eficaz, sin generar oportunidades para la evasión o elusión tributaria. En este respecto, a la luz del marco conceptual descrito previamente, estimamos que se debe eliminar el impuesto a las ganancias de capital a todos los instrumentos derivados transados en bolsa cuyos activos y cuyos flujos subyacentes estén afectos a impuesto a la renta, sin importar la naturaleza de la transacción. Futuros u opciones, que utilizan como referencia otros valores como acciones o bonos, en estricto rigor representan el dominio de un conjunto o cartera de valores y por tanto su valor viene determinado por los flujos futuros de los activos subyacentes, cuyos ingresos están gravados con impuesto a la renta. Por ello, al igual que los activos subyacentes, al gravar con el impuesto a las ganancias de capital las compensaciones de cualquier tipo de los contratos derivados se está grabando dos veces la misma renta.

Durante los últimos años, en los mercados internacionales se han desarrollado en forma importante este tipo de instrumentos. Un importante ejemplo es el instrumento de inversión que ha registrado el mayor crecimiento en el mundo en los últimos años, los denominados “ETF” por sus siglas en inglés “Exchange Trade Fund” o fondos cotizados.

Los ETF son un fondo que se compone de acciones (u otro instrumento financiero) en una canasta única y que representa de forma indexada un área (e.g., el IPSA chileno), sector (e.g., el Nasdaq 100 o S&P 500) o país (e.g., bonos del tesoro americano), cuya composición no cambia en el tiempo. En términos simples, se trata de reproducir la cartera a la que se indexará el fondo y depositarla en un agente custodio, quien emite un certificado que dichos activos están bajo su custodia, el que posteriormente se transa en bolsa como un acción cualquiera. Las ventajas de este instrumento, a diferencia de los fondos de inversión o fondos mutuos

accionarios, son la posibilidad de liquidarlo durante la sesión de la bolsa, y no al final de la sesión, que es el momento en que los otros fondos establecen su valor. Adicionalmente, el ETF tiene ventajas asociadas a los costos o comisiones de administración. En el caso de los fondos tradicionales, las comisiones deben cubrir los costos asociados a su equipo de analistas de inversiones. En el caso de los ETF no existen dichos costos por ser un fondo indexado. Sólo a modo de ejemplo, mientras en EE.UU. la comisión de administración de los fondos tradicionales es del orden de 1,5% anual sobre el saldo administrado, los ETF tienen gastos que van desde 0,05% a 0,2% dependiendo de su tipo.

Bajo el actual tratamiento tributario, en Chile es muy difícil desarrollar un ETF indexado a acciones, por ejemplo al IPSA o a las representativas de algún sector, ya que las ganancias de capital que se pudieran originar por sus transacciones están afectas al impuesto a las ganancias de capital mientras que las del activo subyacente, es decir las acciones mismas, no lo están.

Otro aspecto que dificulta el desarrollo de instrumentos derivados es la forma que establece la legislación para el pago y rescate de cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión públicos. Actualmente, el aporte del inversionista y el pago de los rescates de cuotas se deben hacer exclusivamente en dinero efectivo, en moneda nacional o extranjera, según establezca el reglamento interno del fondo. En este respecto, la posibilidad de que el aporte y el rescate de cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión se puedan realizar en valores, permite la creación de nuevos fondos con carteras de inversión en valores predeterminados y sin variaciones (es decir, los ETF descritos previamente), replicando así el comportamiento de carteras de acciones, bonos, índices accionarios, etc. Como se detalló previamente, estos tipos de fondos, de gran desarrollo en los mercados internacionales, presenta grandes ventajas de operación, transparencia y costos para los inversionistas.

Por ello, se propone incorporar como otra opción para los aportes y rescates de cuotas, el que éstos se puedan realizar en valores. Así, el reglamento interno del fondo podrá establecer si el aporte y rescate se podrá efectuar en dinero efectivo, en moneda nacional o extranjera, o en valores.

Finalmente, un instrumento derivado de gran importancia para el emprendimiento y la creación de valor son los “stock options” para los equipos ejecutivos. Ellos son programas de opciones de compra sobre acciones emitidas, pero no suscritas ni pagadas, de la propia empresa, que se utilizan como retribución a los directivos de las empresas. Con ello se busca el compromiso de largo plazo de los ejecutivos y alinear sus intereses con los de la compañía. Asimismo, en el caso de proyectos, se busca poder compensar más que proporcionalmente a los ejecutivos en los estados contingentes favorables del proyecto, de acuerdo al riesgo asumido. Esto último es muy importante para poder liberar de altos costos de gestión a los

proyectos en las etapas tempranas y pagar costos de remuneración fijos de menor volumen en las etapas tempranas. Generalmente, este mecanismo de compensación se reserva a ejecutivos de nivel gerencial y a ejecutivos de las empresas, debido a que están dirigidas a motivar y recompensar a la gerencia por el crecimiento y prosperidad de la empresa en el largo plazo y dar a las decisiones ejecutivas una perspectiva más amplia.

Un programa de “stock option” normalmente incluye la entrega de opciones que típicamente se ejercen al momento de vender la empresa, de modo que el los ejecutivos puedan realizar la ganancia de capital por arriba del “strike price” o precio al cual la opción se ejerce y se convierte en una acción concreta. Hay dos opciones. El ejecutivo podría vender la opción antes de ejercerla, o bien podría ejercerla y vender la acción concreta. Hoy los ejecutivos están afectos al impuesto a la ganancia de capital por todo el mayor valor entre la venta de la acción (u opción) y el costo efectivo que el ejecutivo paga por la opción (costo de compra) en el primer caso. Asimismo al momento de ejercer y vender la acción concreta, se grava todo el mayor valor entre el precio de venta y el “strike price”. Puesto que los ejecutivos no compran en bolsa esta opción o la acción respectiva, quedan excluidos del beneficio que hoy existe para las acciones de alta presencia bursátil, aunque la acción califique para el beneficio. Para ser consistente con la normativa actual, se debe reconocer el precio de la acción en bolsa al momento de ser entregada la opción como el costo de compra de la acción para los efectos tributarios en los casos de acciones de alta presencia bursátil. Al momento de venta de la acción (o opción), el ejecutivo debe estar libre del impuesto a la ganancia de capital por el mayor valor entre el precio de la acción al momento de recibir la opción y el precio de venta. En el caso de los fondos de capital de riesgo que sí están exentos del impuesto en casos calificados, también es necesario replicar el beneficio para los ejecutivos remunerados con stock options y extenderlos del mismo modo en que están beneficiados los aportantes del fondo.

### 2.3.2 Propuestas concretas

*Propuesta 2.10: Eliminar el impuesto a las ganancias de capital a todos los instrumentos derivados transados en bolsa cuyos flujos subyacentes estén afectos a dicho impuesto, sean instrumentos individuales o portafolios e índices sobre estos instrumentos.*

*Propuesta 2.11: Incorporar en la Ley de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión la opción de realizar aporte y rescate de cuotas en valores. Es decir, agregar en los respectivos artículos del D.L. N° 1.328, sobre Administración de Fondos Mutuos, y la Ley 18.815 sobre Fondos de Inversión y su Reglamento, relacionados al pago, rescate y liquidación de cuotas, la expresión “o en valores”.*

*Propuesta 2.12: Replicar para los ejecutivos que reciben “stock options” el beneficio que reciben los inversionistas de las acciones de alta presencia bursátil y los aportantes de los fondos de inversión en las mismas empresas cuyas acciones estén sujetas al beneficio, de modo de permitir el alineamiento de las compensaciones de los ejecutivos con los flujos de la empresa o proyecto.*

## 2.4 Otras propuestas para el desarrollo del mercado de valores

En lo que sigue se presentan otras propuestas relacionadas al desarrollo del mercado de capitales que fueron mencionadas por los colaboradores y entrevistados. A continuación del enunciado de la propuesta se incluye su fundamento en caso que se requiera.

*Propuesta 2.13: Flexibilizar la definición de presencia bursátil, de modo de ampliar la exención establecida en el artículo 18 ter para las ganancias de capital de acciones adquiridas en bolsa.*

*Propuesta 2.14: Reducir el quórum de decisiones en las sociedades anónimas, para estimular la desconcentración e incentivar la colocación de títulos accionarios en bolsa.*

La legislación chilena establece quórum demasiado altos (al menos dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto en una Junta de Accionistas) para la toma de decisiones tales como transformación, división o disolución de la sociedad, fusiones, venta de más del 50% de los activos al igual que en materias de gestión como cambio de domicilio, reducción del número de miembros del directorio o compra de acciones de propia emisión, entre otras (Artículo 67, Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas). La necesidad de contar con al menos el 67% de las acciones para la toma de decisiones de mera administración y para la toma de decisiones estratégicas es una de las causas que se han atribuido a la falta de presencia bursátil de muchas empresas y que desincentiva la apertura en bolsa de otras tantas. Por ello, se requieren cambios a la Ley de Sociedades Anónimas.

En primer lugar, las decisiones relacionadas a la gestión o administración de las empresas, como por ejemplo cambio de domicilio o de razón social, delegarlas como facultad del Directorio.

En segundo lugar, se debe reducir el quórum de la junta de accionistas para la toma de decisiones fundamentales como fusiones, venta de activos, transformación o división de la sociedad, entre otras. Dada la importancia de las decisiones de este tipo y su impacto sobre los

accionistas minoritarios y no controladores, se pueden realizar modificaciones legales del siguiente tipo:

- a) Reducir el quórum a la mayoría simple de las acciones emitidas con derecho a voto.
- b) Adaptar la legislación española en este respecto, la que establece en su artículo 103 que la Junta General Ordinaria o Extraordinaria de accionistas pueda acordar válidamente la emisión de obligaciones, el aumento o reducción de capital, la transformación, fusión, o escisión de la sociedad y, en general, para cualquier modificación de los estatutos sociales, será necesaria, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, 50% del capital suscrito con derecho a voto. En este caso se requiere la mayoría simple del capital presente o representado. En segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25% de dicho capital y los acuerdos en dicho tipo de materias requieren la aprobación de dos tercios del capital presente. En todo caso, los estatutos sociales pueden elevar los quórum y mayorías antes citadas.

*Propuesta 2.15: Permitir la incorporación a la Bolsa Emergente de empresas listadas en bolsa con anterioridad a la ley MKI y que cumplan con sus requisitos.*

Esta propuesta apunta en la dirección de hacer más líquidas las acciones con baja presencia bursátil. En caso de no flexibilizarse la definición de presencia bursátil propuesta previamente, se requiere permitir que aquellas sociedades listadas en bolsa con anterioridad a la creación de la Bolsa Emergente y que cumplan con sus requisitos, se puedan incorporar a ella y de esa forma sus acciones quedar exentas del impuesto a las ganancias de capital.

### 3. El mercado de capitales y la PYME

#### 3.1 Marco conceptual general

##### 3.1.1 Caracterización de la PYME y avances recientes

La PYME en Chile está formada por compañías que registran ventas anuales entre UF 2.400 y UF 100.00<sup>7</sup>, considerándose aquellas con ventas inferiores como micro empresas y aquellas por sobre dicho rango como grandes empresas. Como se desprende del cuadro 3.1, la categoría PYME está compuesta por un total de 128.337 empresas<sup>8</sup>, por lo que representa un segmento fundamental de la economía nacional ya que en conjunto con la microempresa aportan el 95% del empleo del país<sup>9</sup>. Sólo 7.000 empresas son grandes, es decir, tienen ventas anuales por más de UF 100.000, unos \$ 150 millones mensuales. Las restantes 700.000 empresas genéricamente se llaman MIPYMES (micro, pequeñas y medianas).<sup>10</sup>

Cuadro 3.1  
Número de empresas por categoría

Tamaño de Empresa	Número empresas	% empresas con deuda en el Sistema Financiero	% empresas con registro de deuda con un solo banco	Participación cartera comercial	
				Monto	Nº deudores
Micro [0,1 - 2400 UF]	570.544	38,2%	95%	10,2%	71,5%
Pequeña [2.400,1 - 25.000 UF]	112.584	66,6%	77%	13,7%	23,1%
Mediana [25.000,1 - 100.000 UF]	15.753	74,7%	53%	11,3%	3,6%
<b>PYME [2.400,1 - 100.000 UF]</b>	<b>128.337</b>	<b>67,6%</b>	<b>65%</b>	<b>25,0%</b>	<b>26,7%</b>
Grande [más de 100.000,1UF]	6.868	79,7%	37%	64,8%	1,8%
<b>Total</b>	<b>705.749</b>	<b>43,6%</b>		<b>100%</b>	<b>100%</b>

Nota: Datos para micro y grandes empresas corresponden a Gerens (2005)<sup>11</sup>. Datos para pequeñas y medianas empresas a Cipyme (2007).

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el cuadro 3.1, el 65% de la cartera comercial bancaria está colocada en las 7.000 empresas grandes, mientras que el 25% de la cartera comercial está colocada en las 130.000 empresas PYMES. Solo un 10% de la cartera comercial bancaria se encuentra en las microempresas.

<sup>7</sup> Ente UF 2.400 y 25.000 se considera pequeña empresa y entre UF 25.000 y 100.000 empresa mediana.

<sup>8</sup> Cipyme (2007), “La pyme en cifras. Informe de caracterización regional provincial de la pyme”.

<sup>9</sup> World Development Indicators 2006.

<sup>10</sup> Es común referirse como Pymes a todas las empresas que no son grandes.

<sup>11</sup> Gerens (2005), “Estudio de la Situación del Financiamiento Bancario de Mediano y Largo Plazo para Medianas y Pequeñas Empresas”, trabajo realizado a solicitud de CORFO.

A pesar del gran número de empresas de menor tamaño existentes en el país en comparación a las grandes empresas, el mercado de capitales se ha enfocado principalmente en desarrollar productos para estas últimas. Entre otras causas, ello se debe a que la legislación y normativa han sido diseñadas para proveer de instrumentos a los inversionistas institucionales, especialmente las AFP, lo que induce a la autoridad a un excesivo celo protector de los fondos de pensiones. En segundo lugar se encuentra el celo protector del pequeño inversionistas desinformado, que puede ser víctima de abusos de información. Adicionalmente, es evidente que las empresas medianas y pequeñas se encuentran menos estandarizadas y no pueden afrontar los costos fijos propios de las colocaciones en bolsa. Por ello, como se describe más adelante, varios países han promovido el mercado de capitales para las pequeñas y medianas empresas y han desarrollado estatutos y requisitos especiales.

El mercado de capitales y la banca son dos tipos de tecnologías de intermediación distintos. El sistema de mercado de capitales es más estandarizado y funciona sobre la colocación de instrumentos de oferta pública. El sistema bancario, por su parte, funciona sobre una base más personalizada y de relaciones de largo plazo. En Chile, por razones asociadas a la regulación, las grandes empresas con clasificación de riesgo “grado de inversión” o A-, pueden efectivamente optar entre uno u otro sistema para obtener recursos en buenas condiciones ya que ambos compiten entre sí. Por un lado, sus instrumentos de deuda o capital de oferta pública son elegibles para los inversionistas institucionales y por otro, la banca es muy competitiva en este segmento. Las empresas con clasificación inferior a “grado de inversión” o sin clasificación alguna ven limitadas la alternativa de financiarse en el mercado de capitales. En la práctica, sólo disponen de financiamiento bancario. En el segmento de compañías grandes, el crédito bancario es muy competitivo y por tanto estas compañías también son capaces de obtener buenas condiciones crediticias, lo que se explica por la competencia que enfrentan los bancos desde el mercado de capitales.

La PYME, por su parte, sólo puede acceder al sistema bancario y típicamente es cliente de uno o dos bancos. En efecto, el cuadro 3.1 muestra que el 95% de la microempresa tiene un solo banco. En el caso de la pequeña y mediana lo porcentajes respectivos son 77% y 53%. Ello redundará en un mayor costo de fondos y menores plazos de amortización, en general, inferiores a tres años para los productos de crédito comercial. La menor rivalidad competitiva en este segmento se debe en parte a los costos fijos de la relación bancaria, así como a que la banca opera estimulada por la regulación con altos niveles de garantía (en general con una cobertura de dos veces), lo que implica que usualmente su capacidad de cobertura esté copada y por tanto en muchos casos las empresas no puedan cambiarse de institución. Esta situación se acrecienta por la existencia del impuesto de timbres y estampillas (ITE). En este escenario general, las PYME han solucionado en forma razonable su financiamiento de mediano y largo plazo para el activo fijo cuando tienen bienes hipotecarios y bienes de capital, ya sea a través del crédito hipotecario y/o leasing. Sin embargo, no podemos decir lo mismo para el caso del

financiamiento del capital de trabajo (cuantas por cobrar de clientes) y de inventarios. En este caso las PYME han recurrido al financiamiento a través del factoring y del confirming, bancario y no bancario, el que presenta un mayor costo de fondos. En efecto, para el actual escenario de tasas, el factoring bancario puede llegar a tasas muy superiores a las de empresas de mayor tamaño, dependiendo del riesgo del pagador y/o del emisor (si la operación es con responsabilidad), mientras que en los factoring no bancarios las tasas pueden llegar al doble de las bancarias. Se debe mencionar que las mayores tasas del factoring no bancario, en parte, se explicarían por un mayor costo de fondos vis-a-vis el de los bancos, dado que deben financiarse principalmente con capital propio y líneas bancarias; por el mayor riesgo de las empresas pagadoras y emisoras, cuyas operaciones probablemente no fueron aprobadas por los bancos; y porque probablemente se traten de operaciones de montos relativamente bajos, lo que incrementa los costos de “back office”. Tampoco debe descartarse factores asociados a asimetrías de información de parte de las empresas emisoras y/o falta de rivalidad competitiva en el mercado.

Respecto a los recursos de capital, históricamente las PYME han mejorado su base patrimonial con retención de utilidades y/o con la incorporación de socios, generalmente amigos o familiares. En este respecto, la industria de capital de riesgo aún se encuentra en una etapa infante, razón por la cual se debe esperar una mayor participación de los capitalistas de riesgo en este tipo de empresas, ya que no existen otros mecanismos o instancias para que las PYME de menor tamaño puedan “levantar” capital del público.

No obstante este crítico diagnóstico, se deben resaltar importantes iniciativas o reformas legales que se han implementado en los últimos años y que han mejorado las condiciones de financiamiento de las empresas de menor tamaño, las que se revisan en lo que sigue, no necesariamente en orden de importancia.

La Promulgación de la Ley N° 19.983 otorgó título ejecutivo a las facturas. Actualmente se encuentra en el Congreso una iniciativa con el fin de mejorar su uso. Es común que a las grandes empresas les disgusta la cesión de sus pagos y en general son reacias a aceptar la cesión, dificultando la notificación de la cesión del título. También es común el reclamo de las pequeñas empresas que acusan ser presionadas por sus grandes clientes para evitar que cedan las facturas. Otro de los problemas de la cesión es la indeterminación del plazo de pago de parte de los grandes clientes de pequeños proveedores. Para hacer de la factura un mejor instrumento, debiera normarse que el tenedor esté facultado para cobrar la tasa máxima convencional cuando la factura no sea pagada en la fecha indicada en ella, o a los 30 días cuando no se indique la fecha. También es necesario simplificar el mecanismo de aceptación de la factura por el cliente.

Otro avance reciente muy importante fue el implementado por la Bolsa de Productos de Chile. Originalmente destinada a financiar inventarios agrícolas y de otro tipo mediante la emisión de certificados o *warrants* representativos de los inventarios, la última modificación a la Ley N° 19.220, en su Artículo 5°, extiende a toda clase de facturas de bienes o servicios los instrumentos susceptibles de negociación por intermedio de esta Bolsa. A la fecha, los pagadores inscritos para transar sus facturas en la Bolsa de Productos suman 72 empresas<sup>12</sup>. Este tipo de operaciones permite integrar a las PYME al mercado de capitales mediante el descuento de todo tipo de facturas, generando un nexo directo entre estas empresas y los inversionistas, lo que se traduce en menores costos de financiamiento. Además, al igual que el factoring no bancario, las operaciones de cesión de facturas realizadas en la Bolsa de Productos no constituyen crédito, por lo que no están afectas al ITE. En la Bolsa de Productos puede invertir cualquier persona natural o jurídica que tenga recursos e interés en invertir en los productos que se transan en la Bolsa, pero en el caso de las facturas sólo lo pueden hacer aquellos considerados como inversionistas calificados, es decir que tengan más de UF 2.000 invertidos en el mercado financiero.<sup>13</sup>

No obstante este acercamiento de la PYME a las Bolsas (en particular a la de Productos para la transacción de facturas), no existe en el mercado un espacio donde emprendedores puedan abrir su empresa al público como modo de financiar su proceso de expansión. Estas emisiones “emergentes” se trataron de promover con la creación de la Bolsa Emergente en MK I, cuyo plazo para la exención del impuesto a las ganancias de capital para las nuevas empresas que se abrieran en ésta se extendió hasta el año 2014 como parte de las reformas contempladas en MK II. La experiencia ha demostrado que este mecanismo ha sido insuficiente para las empresas más pequeñas, beneficiado eso sí a empresas de tamaño relativo mayor, aperturas que ciertamente se han facilitado por la existencia de este beneficio tributario.

Finalmente, existen factores tributarios y normativos que incrementan los costos de emitir instrumentos de oferta pública, los que afectan particularmente a las PYME aunque también están presentes en las empresas de mayor tamaño. En primer lugar, necesariamente las potenciales emisiones de empresas PYME serían por montos menores si se les compara con las realizadas por las mega corporaciones, razón por la cual las comisiones y gastos que se deberían pagar por la estructuración de las operaciones podrían llegar a representar un porcentaje importante de la colocación. Los gastos se asocian a los requerimientos de clasificación e inscripción y las comisiones y honorarios del agente estructurador, las que además están afectas al pago de IVA (análisis en sección 3). Adicionalmente, en el caso de emisiones de deuda (e.g., efectos de comercio), se debe pagar el ITE. En segundo lugar, las exigencias de entrega de información contable y de hechos esenciales, así como también el

---

<sup>12</sup> Entre estas empresas destacan: Codelco, D&S, Cencosud, Ariztía, Concha y Toro, Celulosa Arauco, CCU, Soprole, Carozzi, Madeco y SK Comercial.

<sup>13</sup> Norma de Carácter General 119, SVS, Agosto 2001.

cumplimiento de normas de carácter administrativo (e.g., manual de procedimientos y reglamento de orden y seguridad) que se debe proporcionar a la SVS, no hace diferencia entre giro y tamaño de las empresas. Una empresa pequeña que emite instrumentos de oferta pública enfrentaría un alza importante en sus gastos de administración asociados a contratar personal calificado para realizar su contabilidad con estándar FECU y al pago de honorarios a la empresa auditora que designe. Algunos pasos se ha avanzado en este sentido a través de medidas como la FECU PYME o el reporte financiero simplificado del SII, instrumentos que debieran ser perfeccionados.

A la luz de los elementos desarrollados previamente, en lo que sigue se describen algunas experiencias internacionales que favorecen la participación de las PYME en el mercado de capitales y posteriormente se desarrollan las propuestas concretas para MK III.

### 3.1.2 Experiencia internacional participación de la PYME en el mercado de capitales: Los casos de Argentina, Brasil y España

Los bajos niveles de integración entre el mercado de capitales y las pequeñas y medianas empresas no es un fenómeno exclusivo de Chile. Por el contrario, es una realidad presente en varios países de diversas regiones del mundo. Por ello, tanto las autoridades como los actores privados del mercado han desarrollado iniciativas tendientes a facilitar y mejorar la integración de la PYME al mercado de capitales. En lo que sigue se revisan brevemente las experiencias de Argentina, Brasil y España.

#### *(i) Argentina*

En el año 2002 la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) creó el Departamento PYME con la misión de asesorar a este tipo de empresas sin costo. Se propuso desarrollar una mejor ingeniería financiera para sus proyectos y difundir entre ellas las diferentes posibilidades de financiamiento y de los nuevos instrumentos del mercado de capitales que disponían.

Para lograr el acercamiento a las PYME, la BCBA incorporó a sus normas un régimen especial simplificado para ellas. Los instrumentos desarrollados para la PYME son los siguientes:

- Negociación de cheques de pago diferido: Con autorización de la BCBA, la PYME puede emitir cheques de pago diferido negociables en el mercado de capitales. Los beneficios de este mecanismo incluyen bajo costo de ingreso, reducida carga administrativa y liberación de las líneas de crédito bancarias.

- Fideicomiso financiero: Las PYME, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria, quien emite instrumentos que se transan en el mercado bursátil haciendo líquidos dichos activos. En el año 2006, 700 PYME se financiaron por este mecanismo por un monto de US\$ 106 millones.
- Obligaciones negociables (ON): Son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima que las emite. Entre el emisor de la ON (en este caso, la PYME) y el inversor existe una relación que no se diferencia de la de un préstamo. Las obligaciones negociables pueden ser colocadas entre el público inversor mediante su cotización y negociación en la Bolsa.

Este mecanismo permite conseguir una tasa de interés más baja que con otro contrato de préstamo ofrecido en el mercado financiero. Las PYME cuentan en la Bolsa con un régimen simplificado de ON PYME, que implica menor carga administrativa y restricciones en cuanto a monto, plazo y tipo de inversores.

- Apertura a Bolsa: Este mecanismo puede realizarse mediante la venta de las acciones propias de los accionistas de la sociedad y/o vía un aumento de capital social a través de la emisión de acciones de pago. En la Bolsa, las PYME cuentan con un régimen simplificado de presentación de información y pueden obtener recursos financieros a menor costo a través de la incorporación de socios, capitalizarse y optimizar su estructura financiera. Además, este mecanismo permite la valoración objetiva de la empresa. Durante el año 2006 se emitieron títulos por US\$ 4,4 millones y se ha incrementado el número de emisiones de nuevas PYME.

Es importante resaltar que las acciones y obligaciones negociables comprendidas en el régimen PYME sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

- El Estado Nacional, las Provincias y las Municipalidades, empresas del Estado y personas jurídicas de derecho público.
- Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- Sociedades cooperativas, entidades mutuales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones profesionales de trabajadores.
- Agentes de Bolsa y agentes adheridos a entidades autorreguladas no bursátiles.
- Fondos comunes de inversión.
- Personas naturales con domicilio en el país que posean un patrimonio neto superior a US\$ 31.000. En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo

se eleva a US\$ 78.000. Estos patrimonios mínimos no se exigen cuando se trata de emisiones garantizadas en más de un 75% por una Sociedad de Garantías Recíprocas (SGR) o institución similar, o cuando las emisiones son efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la Bolsa.

- Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas con domicilio fuera del país.
- Administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, para sus fondos y para su propia cartera.

El volumen operado por todos los instrumentos ha acumulado un total de US\$ 450 millones y supera las 2.200 empresas partícipes desde el inicio del Departamento PYME en julio de 2002.

### *(ii) Brasil*

En Brasil se utilizó la securitización de activos como mecanismo para vincular a las PYME con el mercado de capitales. Con este fin, se crearon los Fondos de Inversiones en Derechos Crediticios<sup>14</sup>, los que se establecieron para adquirir cuentas por cobrar emitidas por compañías que otorgan financiamiento a las PYME. Esta iniciativa ha contado incluso con financiamiento de largo plazo de organismos multilaterales (Corporación Interamericana de Inversiones del Grupo BID), permitiendo a las PYME contar con una fuente alternativa de capital de trabajo.

Estas operaciones se pueden realizar de forma electrónica en la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespafix), mercado que se encuentra en operación desde el año 2001 y donde se han realizado 130 emisiones por parte de 78 diferentes emisores.

### *(iii) España*

En España, al igual que en Brasil, mediante la securitización se buscó entregar alternativas de financiamiento a las PYME. Para ello se crearon los Fondos de Titulación PYME, que consisten en un instrumento de apoyo público al financiamiento de la pequeña y mediana empresa, mediante el cual el Fisco avala parte de los bonos emitidos por los Fondos de Titulación acreditados. Estos Fondos agrupan en su activo préstamos concedidos por entidades de crédito a empresas no financieras, de las cuales un determinado porcentaje tienen que ser PYME (50%) para poder optar al aval del Estado.

Este mecanismo se instauró en 1999 y se ha ido perfeccionando con el paso del tiempo. Ente los años 2000 y 2005 se realizaron operaciones por € 16 mil millones.

---

<sup>14</sup> Fundos de Investimento em Directos Creditórios.

## 3.2 Propuestas concretas

En definitiva, se trata de estimular la emisión de instrumentos de financiamiento para micro, pequeñas y medianas empresas, así como efectos de comercio, bonos, warrants, con o sin garantía de activos específicos de las empresas PYMES. Las bolsas deben tener facultad de emitir instrumentos de diverso tipo para las PYMES y los potenciales adquirentes deben calificar de acuerdo a un estatuto especial de Inversionista Calificado Especial para empresas de alto riesgo, bajo un esquema de autoregulación. No debe exigirse a estas empresas abrirse en bolsa, sino que restringir a los potenciales adquirentes a ser un Inversionista Calificado Especial, que debe tener más restricciones que la actual definición de inversionista calificado. Se trata de crear un mercado no clasificado y de alto riesgo para los instrumentos emitidos por las PYMES, con consideraciones de información menores a las requeridas en la norma general.

*Propuesta 3.1: Definición de un nuevo estatuto de Inversionista Calificado Especial, inversionista que podría adquirir todo tipo de instrumentos que registren y emitan autónomamente las bolsas de comercio. Ellos deben incluir todo tipo de efectos de comercio, facturas y/o títulos de cualquier tipo, garantizados o no con activos de las compañías, de empresas PYMES.*

*Propuesta 3.2: Eliminación general del impuesto de timbres y estampillas, o en su defecto, exención para las empresas MIPYMES.*

*Propuesta 3.3: Facultar a las bolsas de valores para emitir un reglamento de autorregulación para la emisión de los instrumentos susceptibles de ser adquiridos por los Inversionistas Calificados Especiales, instrumentos que no requieren ser autorizados en forma individual por la SVS, sino que autorizados por el directorio de la bolsa correspondiente.*

*Propuesta 3.4: Permitir la emisión de acciones de empresas PYMES en la bolsa emergente con un estatuto especial respecto a la entrega de información y a los requerimientos de estados financieros, definidas por cada bolsa de valores, instrumentos que sólo podrán ser adquiridos por los Inversionistas Calificados Especiales.*

*Propuesta 3.5: Perfeccionar la Ley de Facturas, explicitando derechos especiales del tenedor original de la factura cuando éste sea una empresa MIPYME, respecto de la notificación de*

*cesión y permitir explícitamente el cobro de intereses en caso que el deudor se atrase en el pago de la factura. Estos derechos especiales deben ser transferibles.*

## 4. Exportación de servicios financieros

### 4.1 Marco conceptual

Chile aspira a ser un exportador de servicios en general y de servicios financieros en particular. Debido a leyes pioneras en materia de mercados financieros y de capitales, notablemente impulsadas por la reforma de capitalización individual y los fondos de pensiones, los actores del mercado de capitales chileno pueden explotar el *know-how* acumulado y convertirse en exportadores de servicios. Nos referimos por ejemplo a los servicios a ahorrantes e inversionistas globales para administración de fondos en general (e.g., *asset management, private equity, venture capital*), ya sea para invertir en Chile o en el exterior, estructuración de financiamientos y finanzas corporativas en general y todo tipo de asesorías y servicios financieros.

Para comprender la propuesta que se realiza en esta sección y potenciar a Chile como exportador de servicios, es necesario recorrer las bases conceptuales del tratamiento que se da y se ha dado a los exportadores de bienes. El principio fundamental que está en juego es que no se debe exportar impuestos, puesto que ellos hacen menos competitivo al país respecto de otros competidores internacionales. Para ello hay un conjunto de reglas y reglamentos que permiten entonces exportar sin recargar los costos con impuestos indirectos.

En primer lugar, existe el clasificador aduanero, que permite clasificar un bien como exportable en Aduanas. Ellos tienen grandes y convenientes consecuencias. En primer lugar, el exportador tiene la posibilidad de facturar sus exportaciones exentas de IVA, de modo de no encarecer el producto con el IVA cuando se exporta. En segundo lugar, cuando se importa un bien que se utiliza como insumo del producto exportado, el exportador debe pagar en aduanas tanto el IVA como el arancel de importación. Para evitar este recargo en los costos y evitar “exportar impuestos”, el exportador puede solicitar al SII que le devuelva la parte de IVA y de los aranceles que se incorporó al producto exportado. Este último caso es el llamado *draw-back*. Tanto el *draw-back* como la devolución del IVA es posible obtenerlos en la misma proporción en que se exporta relativo a las ventas domésticas.

En el caso de la exportación de los servicios no están disponibles estos beneficios por dos razones. En primer lugar no es fácil determinar cuál es el servicio exportado. Por ello no es fácil que se defina un clasificador en las glosas del Servicio Nacional de Aduanas. Al no existir una representación física, que pasa por los puertos y que permite revisar y emitir los documentos y fiscalizar efectivamente el bien exportado, normalmente el Servicio Nacional de Aduanas no define glosas para estos productos menos tangibles. La segunda razón es que los impuestos a la prestación de servicios importados no se encuentran en las glosas de aranceles

del Servicio Nacional de Aduanas, sino que en el sistema de impuesto a la renta a los no residentes.

Es clave comprender este último punto para poder entender la propuesta que se hará a continuación. En efecto, si un exportador de servicios financieros desea importar un sistema y servicios de mantención de *back-office* desde la India o desde Uruguay, no existe un arancel de importación sino que un *royalty* o regalía, que no es más que un *withholding tax* por las remesas que se pagan a los prestadores de servicios no residentes. Este impuesto fluctúa entre un 20% y 30% de la remesa o pago por el servicio. Lamentablemente, nuestro sistema tributario confunde la importación de servicios profesionales con el impuesto a la renta a profesionales o ingenieros extranjeros. Es decir, trata el servicio importado no como un servicio importado necesario (análogo a un bien importado), sino que trata el pago al proveedor del servicio profesional como una renta a un profesional extranjero, y por ende lo grava en forma similar a los dividendos distribuidos al exterior. Esta confusión conceptual es fatal para el desarrollo exportador de servicios en general y de servicios financieros en particular.<sup>15</sup>

Así como potenciamos nuestra capacidad competitiva para exportar bienes con el sistema de devolución de IVA y *draw-back*, tenemos que hacer lo mismo con el sistema financiero y servicios en general. Un “arancel” de importación entre 15% y 30% a los servicios hace imposible competir globalmente en servicios en general y servicios financieros en particular.

## 4.2 Propuestas concretas

*Propuesta 4.1: Permitir la facturación de comisiones del sistema financiero exentas de IVA cuando el servicio se presta a no residentes, en forma análoga al sistema para los exportadores de bienes.*

*Propuesta 4.2: En caso que no se realice la reforma propuesta en Propuesta 2.6, aplicar el sistema de devolución proporcional del IVA compra a los exportadores de servicios financieros, en forma análoga al sistema para exportadores de bienes.*

*Propuesta 4.3: Aplicar el sistema de draw-back (o devolución proporcional de los impuestos de importación de bienes y servicios) que sean pagados por los exportadores de servicios. En este*

---

<sup>15</sup> Aunque se ha introducido una rebaja al 15% para la importación de software, todavía es muy alto en comparación a los aranceles de bienes, además este *royalty* especial tiene un conjunto de limitaciones que lo hacen poco operativo.

*caso se requiere un draw-back proporcional por los eventuales aranceles de importación de bienes, así como un draw-back proporcional por las regalías (withholding tax) que el exportador deba pagar por las remesas al exterior.*

*Propuesta 4.4: Para hacer operativas las propuestas 4.1, 4.2 y 4.3 arriba señaladas, deberá ser el Servicio de Impuestos Internos el que defina por normas de carácter general los ingresos de exportación de los servicios financieros susceptibles de este beneficio y no el Servicio Nacional de Aduanas, que es un organismo orientado al comercio de bienes físicos y tangibles.*