

# L

# ecciones del

## DESARROLLO DEL

### mercado de capitales

# en CHILE

MARCO MENDOZA Y GUSTAVO REINOSO\*

El actual desarrollo del mercado de capitales chileno es el resultado del proceso de reformas iniciado hace más de veinte años, del cual se pueden extraer algunas lecciones importantes para impulsar el desarrollo de nuestro mercado de capitales.

\* Especialistas en Mercado de Capitales y Regulación del Sistema Financiero del BCRP.  
marco.mendoza@bcrp.gob.pe  
gustavo.reinoso@bcrp.gob.pe

El mercado de capitales de Chile viene experimentando un notable desarrollo, en el cual ha tenido un rol fundamental la reforma previsional de inicios de la década de los ochenta. En ese sentido, los crecientes recursos que gestionan las administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) y las empresas de seguros permiten una demanda constante por nuevos instrumentos financieros. De otro lado, los procesos de reforma financiera impulsados por el Ministerio de Hacienda han promovido la profundización, integración y desarrollo de los mercados financieros.

Entre los años 2002 y 2009, destaca la evolución del mercado de deuda privada en términos de saldos, emisiones y montos negociados. Asimismo, resalta el incremento de la capitalización bursátil y el monto negociado en el mercado de renta variable como el crecimiento de los recursos administrados por los inversionistas institucionales (ver Cuadro 1).

#### MERCADO DE DEUDA

Los principales emisores de valores en el mercado de capitales chileno son las sociedades anónimas

abiertas, los bancos e instituciones financieras, el Estado, las sociedades tituladoras y los emisores extranjeros. Las emisiones de instrumentos de deuda del sector privado se pueden dividir en bonos corporativos, bonos titulizados, instrumentos de corto plazo y mutuos hipotecarios<sup>1</sup>.

El saldo vigente y las emisiones de instrumentos de deuda del sector privado se han incrementado significativamente en los últimos años (ver Cuadro 2). El mercado de deuda chileno se caracteriza por la dominancia de las emisiones en Unidades de Fomento (UF)<sup>2</sup> y el largo plazo promedio de las emisiones. Así, más del 90% de los bonos corporativos ha sido emitido en UF con un plazo promedio superior a los 18 años, la amplitud de este plazo se explica porque los principales demandantes de estos instrumentos son inversionistas institucionales locales con un horizonte de inversión de largo plazo<sup>3</sup>.

Otro factor que ha impulsado al mercado de deuda son las emisiones de bonos para financiar las concesiones de obras de infraestructura pública (autopistas, servicios sanitarios, etc). Estos bonos alcanzaron, en la gran mayoría de los casos, la clasificación AAA gracias a que los concesionarios tienen sus flujos de

**CUADRO 1** ■ Evolución del Mercado de Capitales de Chile  
(Valores como porcentaje del PBI)

	Chile	
	2002	2009
<b>I. Mercado Renta Fija Pública</b>		
- Deuda Pública Total (no incluye al Banco Central)	15%	6%
- Deuda Pública Externa	6%	2%
- Deuda Pública Interna	10%	4%
- Deuda del Banco Central	6%	8%
<b>II. Mercado Renta Fija Privada</b>		
- Saldo de Instrumentos de Deuda	12%	21%
- Emisiones de Instrumentos de Deuda	3%	5%
- Monto Negociado (anual)	28%	42%
<b>III. Mercado de Renta Variable</b>		
- Capitalización Bursátil	74%	128%
- Monto Negociado (anual)	5%	23%
<b>IV. Portafolio de los Inversionistas Institucionales</b>		
- AFP	53%	72%
- Compañías de Seguros	19%	22%
- Fondos Mutuos	7%	11%
<b>Memo:</b>		
- Colocaciones del sistema financiero	60%	76%
- PBI (US\$ millones)	67 600	163 652

\* FUENTE: BANCO CENTRAL DE CHILE, MINISTERIO DE HACIENDA, BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS DE CHILE Y SUPERINTENDENCIA DE AFP DE CHILE.

<sup>1</sup> Estos mutuos son créditos con garantía hipotecaria. Los plazos fluctúan entre 5 y 40 años, y pueden ser endosables. La institución financiera puede ceder los mutuos endosables a compañías de seguros, fondos de inversión inmobiliarios y sociedades inmobiliarias.

<sup>2</sup> La Unidad de Fomento es una medida reajutable basada en la variación del Índice de Precios al Consumidor del mes anterior, determinada por el Instituto Nacional de Estadísticas.

<sup>3</sup> Exposición de Ignacio Briones y Matías Braun, "El Desarrollo del Mercado Chileno de Bonos Corporativos" en la Escuela de Negocios, Universidad Adolfo Ibáñez, 20 abril 2007.

caja garantizados por el Estado y a que las emisiones cuentan con pólizas de garantía de compañías aseguradoras internacionales. Es una fortaleza de los bonos de infraestructura el respaldo del Estado con el programa de concesiones y los mecanismos creados para compartir parte del riesgo con las sociedades concesionarias (ingresos mínimos garantizados, asignaciones de subsidios directos a algunos proyectos y el reembolso del Impuesto al Valor Agregado).

**LA DEMANDA DE VALORES EN CHILE**

Los recursos administrados por los principales inversionistas institucionales en Chile alcanzaron los US\$ 171 mil millones a diciembre de 2009 (105% del PBI), siendo los más importantes los fondos de pensiones (72% del PBI) y las compañías de seguros (22% del PBI). Estas cifras reflejan un sistema de pensiones maduro (con más de 27 años de operación) y en el que se observa un traslado importante de fondos de las AFP hacia las compañías de seguros para el pago de las pensiones de jubilación vitalicias (ver Gráfico 1).

Una de las principales fortalezas del mercado de capitales de Chile es el importante volumen de recursos que manejan los inversionistas institucionales, lo cual garantiza una demanda permanente por activos financieros locales. El crecimiento inercial de los recursos administrados, sea por los nuevos aportes o la rentabilidad de sus inversiones, genera un problema de exceso de demanda por instrumentos financieros, ya que la oferta de los mismos no crece al mismo ritmo. Asimismo, las AFP y las compañías de seguros, dado su carácter de inversionistas de largo plazo y la escasez de alternativas de inversión siguen, en la mayoría de los casos, la estrategia de mantener hasta el vencimiento los instrumentos que adquieren (“buy and hold”) lo que resta liquidez a los mercados secundarios.

Por ello, la inversión de las AFP en el exterior se ha incrementado gradualmente y actualmente representa el 47% del total del portafolio, pudiendo

invertir en el exterior hasta un máximo del 80% del portafolio y un mínimo de 30%.

**LAS REFORMAS REGULATORIAS**

En los últimos 10 años, el mercado de capitales chileno ha experimentado un proceso de mejora continua con la adopción de una serie de reformas en donde cada una es la continuación y el perfeccionamiento de la anterior<sup>4</sup>. Las reformas han abordado una serie de temas:

**Mayor oferta de instrumentos**

- Se flexibilizó la emisión de valores, exigiéndose sólo una clasificación de riesgo para los títulos de deuda de corto plazo; a diferencia de la emisión de bonos de largo plazo que requieren de dos clasificaciones de riesgo (MK1, año 2001).
- Se creó la figura del inversionista calificado para permitir la existencia de mercados especiales, donde los requisitos de información son menores (MK1, año 2001).

**Desarrollo de nuevas industrias e instrumentos**

- Se incentivó el desarrollo de la industria de capital de riesgo. Para ello, se estableció una exención tributaria a las ganancias de capital obtenidas en la venta de acciones de sociedades de capital de riesgo; se autorizó a CORFO<sup>5</sup> invertir en cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo; y se habilitó a los bancos a invertir hasta el 1% de sus activos en fondos de inversión de capital de riesgo (MK2, año 2007).
- Se autorizó el desarrollo de los Exchange Trade Funds (ETF) y se permitió que las AFP puedan invertir en esta clase de instrumentos (MK3, año 2010).
- Flexibilización de los requisitos y condiciones que deben cumplir la inscripción y posterior

**CUADRO 2** ■ Saldo vigente de Instrumentos de Deuda del Sector Privado (En millones de dólares)

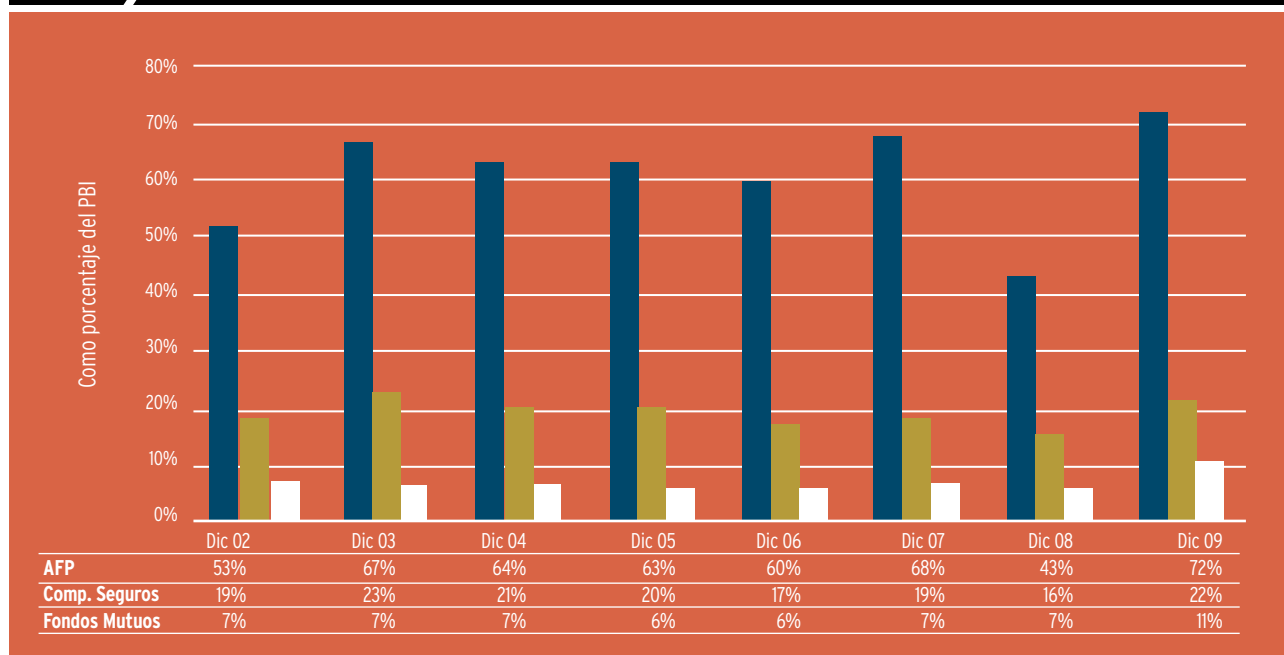
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bonos Corporativos	6 541	9 681	11 463	13 756	15 063	18 685	18 429	27 559
Bonos Titulizados	918	1 454	1 853	2 109	2 108	2 493	1 892	2 230
Instrumentos de Corto Plazo	66	435	576	676	673	738	797	994
Mutuos Hipotecarios	816	1 408	1 707	2 238	2 428	3 169	3 023	3 743
<b>Total</b>	<b>8 341</b>	<b>12 978</b>	<b>15 598</b>	<b>18 779</b>	<b>20 273</b>	<b>25 085</b>	<b>24 139</b>	<b>34 526</b>
<b>Total como porcentaje del PBI</b>	<b>12%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>21%</b>

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS DE CHILE.

<sup>4</sup> Desde el año 2000, se han producido cambios importantes en la legislación, tal es el caso de la Ley 19075 (Ley de OPAs) y las tres reformas al mercado de capitales, conocidas como MK1, MK2 y MK3. Actualmente, se está discutiendo una cuarta reforma, la del Bicentenario (MKB).

<sup>5</sup> Corporación de Fomento de la Producción, organismo del estado chileno encargado de impulsar la actividad productiva.

## GRÁFICO 1 ■ Portafolio Administrado por los Principales Inversionistas Institucionales



FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE AFP DE CHILE Y SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS DE CHILE.

oferta pública de valores extranjeros. Se permite que éstos puedan ser registrados no sólo por sus emisores, sino también, patrocinados por corredoras, agentes de valores o incluso las bolsas (MK2, año 2007).

### Liquidez y profundidad de los mercados

- Introducción de “líneas de emisión” para reducir la carga del Impuesto de Timbres y Estampillas, gravando una sola vez la emisión de instrumentos de corto plazo<sup>6</sup> (MK1, año 2001).
- Exención del impuesto del 15% a las ganancias de capital obtenidas al vender acciones con alta presencia bursátil. El resultado de esta medida fue el notable aumento de la liquidez del mercado bursátil pasando el monto negociado de 5% del PIB en el 2002 a 23% del PIB en 2009 (MK1, año 2001).
- Extender la exoneración del impuesto a las ganancias de capital a la enajenación y rescate de las cuotas de los fondos mutuos y fondos de inversión que invierten mayormente en acciones con presencia bursátil y distribuyen la totalidad de los dividendos percibidos (MK3, año 2010).

### Desregulación y flexibilidad en la administración de las inversiones

- Se creó el sistema de pensiones multifondos que permite a las AFP ofrecer cinco carteras de inversión, diferenciadas por el porcentaje de renta variable de cada una de ellas (MK1, año 2001).
- Se desreguló la industria de fondos mutuos flexibilizándose las limitaciones que impiden el diseño de portafolios de inversión eficientes y se permitió la creación de clases o series de cuotas en un mismo fondo. Se simplificó la aprobación de reglamentos y contratos de suscripción (MK1, año 2001 y MK3, año 2010).
- Se desreguló la industria de seguros flexibilizándose los límites de inversión de las carteras y se incorporaron nuevos instrumentos. El objetivo es fomentar una participación más activa de las compañías aseguradoras, en temas tales como capital de riesgo, bolsa emergente, desarrollo del mercado de derivados financieros y titulizaciones (MK1, año 2001).

<sup>6</sup> El Impuesto de Timbres y Estampillas afecta todas las operaciones de crédito, incluyendo las emisiones de instrumentos de deuda. El impuesto se paga sobre el monto de la operación, sólo para el primer año. La tasa es 0,1% por el valor de la emisión por cada mes, con un tope máximo de 1,2%. Como parte de las medidas de estímulo a la economía, el gobierno chileno redujo la tasa del impuesto a 0% en 2009 y la está reponiendo progresivamente en 2010.

<sup>7</sup> La presencia bursátil de una acción se determina como la fracción de días en que las transacciones bursátiles totales hayan alcanzado un monto mínimo en pesos chilenos, equivalente a 200 UF (alrededor de US\$ 8 700), dentro de los últimos 180 días bursátiles.

- Se otorgó una mayor flexibilidad a los fondos de inversión, autorizándose el rescate anticipado de cuotas, la emisión de series de cuotas distintas, y simplificándose los procedimientos de aumento y disminución de capital (MK3, año 2010).

**Mayor acceso a los mercados a las pequeñas y medianas empresas**

- Se estableció que CORFO otorgue garantías parciales para bonos titulizados aplicables a carteras de créditos PYME y contratos de leasing para ese sector (MK3, año 2010).

**Mayor integración internacional**

- Se exoneró a los nuevos inversionistas institucionales internacionales como compañías de seguros extranjeras, fondos soberanos y endowments (por ejemplo, endowments universitarios) del pago de impuestos a las ganancias de capital (MK3, año 2010).

- Se facilitó la transacción de valores extranjeros en Chile mediante convenios de integración de bolsas y el empleo de patrocinadores que inscriban acciones extranjeras (MK3, año 2010).
- Se redujo de cinco a tres años el plazo para remesar al exterior el capital aportado a los fondos de inversión de capital extranjero (MK3, año 2010).

**Incentivos al ahorro en el mercado de capitales**

- Se flexibilizaron los mecanismos para ahorro voluntario en las AFP. Se amplían las alternativas para que los trabajadores descuenten de su base imponible sus ahorros voluntarios (con tope de 48 UF, alrededor de US\$ 2100). Por otra parte – previo el pago de un impuesto de salida - se permite el retiro de los ahorros antes de cumplir los requisitos para la jubilación, disminuyendo con ello la iliquidez propia de esta forma de inversión (MK1, año 2001).

Los problemas que han sido enfrentados en las diversas reformas emprendidas son: la presencia de pocos emisores, la baja liquidez del mercado secundario, el escaso desarrollo del mercado de derivados de todo tipo, la falta de emisión de valores con una calificación inferior a AA, la elevada presencia de instrumentos indizados a la inflación, los elevados costos de transacción (incluidos los de índole tributario), entre otros.

**ALGUNAS LECCIONES**

Los procesos de reformas al mercado capitales chileno generan una serie de lecciones a tomar en cuenta para el desarrollo de nuestro mercado de capitales, que se sintetizan en las siguientes propuestas:



**Del largo proceso de reformas en el mercado de capitales chileno se pueden extraer lecciones importantes**



- Evaluar la conveniencia de elevar el límite a las inversiones de las AFP en el exterior. Es importante que las AFP dispongan de la posibilidad de diversificar sus portafolios de inversión, y así evitar un exceso de demanda por activos financieros locales y mejorar la rentabilidad para los afiliados.
- Evaluar la relevancia de mantener el impuesto a las ganancias de capital, dado sus efectos negativos en la negociación y liquidez de los mercados secundarios de deuda y acciones. Asimismo, este impuesto desalienta el crecimiento de la industria de fondos mutuos, lo que dificulta romper con la dominancia de las AFP en los mercados primarios y secundarios de deuda y acciones.
- Exigir solamente una calificación de riesgo a las emisiones de instrumentos de corto plazo, lo que disminuye los costos de emisión e incentivaría el ingreso de nuevos emisores al mercado. La emisión de deuda de corto plazo es la forma más sencilla para que una empresa ingrese al mercado de capitales (posteriormente, emite bonos corporativos).
- Otorgar a través de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) garantías parciales para los bonos titulizados cuyo patrimonio fideicometido esté compuesto por carteras de créditos PYME y contratos de leasing de este sector.
- Impulsar los proyectos de concesión de infraestructura pública a través de Asociaciones Públicas Privadas y financiar los mismos con la emisión de bonos de infraestructura en el mercado de capitales local. ■