Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Universidad del Bío-Bío**

**Facultad de Ciencias Empresariales**

**Departamento de Gestión Empresarial.**

**Chillán.**

# "Reforma al Mercado de Capitales II y su Impacto en el mercado accionario Chileno"

**Seminario para optar al título de**

**Contador Público y Auditor**

**Profesor Guía** : Benito Umaña H.

**Alumnos** : Daniel Parra H.

Luis Vásquez S.

**Carrera** : Contador Público y Auditor.

**Enero 2009**

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# ÍNDICE

**Introducción……..…** **6**

## Capítulo I

**1.1 Funcionamiento General del Mercado de Capitales en Chile…..** **9**
**Mercado Formal……** **9**
**Mercado Informal……..** **9**
**Mercado Primario……..** **10**
**Mercado Secundario……** **10**
**1.2 Entidades que participan en el Mercado de Capitales……** **11**
**Oferentes……** **11**
**Demandantes……..** **11**
**Intermediarios……** **11**
**Reguladores……..** **12**
**1.3 Tipos de Mercados……..** **12**
**Mercado Accionario……..** **12**
**Mercado de Fondos de Inversión……..** **12**
**Mercado de Futuros……..** **13**
**Mercado de Intermediación Financiera……..** **13**
**Mercado Monetario……..** **13**
**Mercado de Opciones……..** **14**
**Mercado de Renta Fija……** **14**
**1.4 Estructura del Mercado de Capitales……..** **15**
**1.5 Entidades que regulan el Mercado de Capitales……** **15**
**SBIF……** **15**
**SAFP……..** **16**
**SVS……..** **16**
**1.6 Mercado de Valores……** **17**
**1.6.1 Funciones del Mercado de Valores……** **17**

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**1.6.2 Principales instrumentos del Mercado de Valores……. 19**

**Pagarés…… 19**

**Depósitos a Plazo……. 19**

**Cuenta de Ahorro a Plazo……... 19**

**Cuenta de Ahorro a Plazo con giros diferidos……. 20**

**Acciones……. 20**

**Derecho de opción…… 20**

**Bonos…… 20**

**Cuotas de Fondos Mutuos…….. 20**

**Cuotas de Fondos de Inversión…….. 21**

**1.6.3 Bolsas de Valores Chilenas…… 21**

**Bolsa de Valores de Valparaíso…….. 21**

**Bolsa de Comercio de Santiago……..... 22**

**Bolsa Electrónica de Chile…….. 23**

## CAPÍTULO II

**2.1 Evolución del Mercado de Capitales Chileno…… 26**

**2.2 Principales Normas que Regulan el Mercado de Capitales……... 29**

**2.3 Descripción del Mercado de Capitales EE.UU.…….. 31**

**2.4 OPAS Norteamericanas…… 32**

**2.5 OPAS Chilenas…….. 34**

**2.6 Planes colectivos de Ahorro Previsional Voluntario EE.UU…….. 36**

**2.7 Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC) en Chile…… 38**

## CAPÍTULO III

**3.1 Mercado de Capitales Perfecto y MK Eficientes…… 42**

**3.2 Principales Índices Bursátiles de la Bolsa de Valores……. 43**

**IPSA…….. 44**

**IGPA…….. 44**

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**INTER – 10…… 45**

**INDICES SECTORIALES…….... 46**

**3.3 Principales Reformas al Mercado de Capitales…….. 46**

**3.3.1 Reforma al Mercado de Capitales I…… 47**

**Principales medidas adoptadas en la reforma de MKI….. 49**

**Tópicos del proyecto Institucional…….. 50**

**Tópicos del proyecto tributario…… 51**

**Modificaciones tributarias del Mercado de Capitales I…. 52**

**3.3.2 Reforma al Mercado de Capitales II……. 54**

**3.3.2.1 Contenidos de la Reforma…… 55**

**3.3.2.1.1 Promover el acceso al financiamiento de empresas de capital de riesgo y Pymes…… 56**

**Capital de Riesgo…… 56**

**CORFO invierte en la Industria de Capital de Riesgo. 62**

**Bancos y la inversión en el capital de riesgo…… 63**

**Bolsa Emergente: extensión del beneficio hasta el 2014……. 63**

**Modificaciones en la Ley Nº 19.815……. 64**

**Sociedades por Acciones…….. 68**

**Ley de Prendas sin Desplazamiento…… 71**

**Otros aspectos importantes……. 75**

**3.3.2.1.2 Fortalecer la seguridad en el Mercado de Valores……. 77**

**3.3.2.1.3 Desarrollo de Mercados Financieros……. 81**

**3.4 Lazos entre MKI y MKII……. 86**

**3.5 Propuestas para Mejorar el Mercado de Capitales…….. 89**

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## CAPÍTULO IV

**4.1 Hipótesis de Mercado Eficientes…… 99**
**4.2 Hipótesis a probar…….. 102**
**4.3 Datos y Metodología…….. 103**
**4.4 Resultados…… 108**

**Conclusiones…….. 117**

**Bibliografía……... 120**

**Anexos…… 125**

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# INTRODUCCIÓN

A través del transcurso de los años se ha hecho indispensable la obtención de recursos para financiar proyectos de inversión que crean empleo y riqueza para los chilenos, siendo esto uno de los objetivos principales del Mercado de Capitales Chileno, situando al país a la cabeza de la región, convirtiéndose en uno de los más desarrollados de Latinoamérica en esta materia; según Informe de competitividad Mundial (suiza), publicado el 15 de Mayo 2008.

Mediante el proceso de lograr un mercado eficiente, se han producido diferentes reformas buscando la flexibilización, creación y modernización de diversos cuerpos legales, para facilitar emisiones de capital y el financiamiento de empresas que tienen superávit a aquellas que necesitan ayuda económica. Para asegurar lo expuesto anteriormente, es necesario contar con instituciones sólidas y modernas, constando con un mercado financiero que sea capaz de responder a las necesidades del desarrollo en todo ámbito, y con proyección hacia el exterior.

Cabe destacar dentro de la evolución del Mercado de Capitales, la Ley 19.705 que regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS), en la cual se protege los derechos de los accionistas minoritarios, entre otros aspectos. Luego la llamada Primera Reforma al Mercado de Capitales, Ley 19.768, la que se centró en promover y fomentar el ahorro nacional e impulsar el desarrollo y la competencia del mercado financiero, medidas que tuvieron que ser mejoradas y profundizadas tempranamente por la Reforma al Mercado de Capitales II, Ley 20.190, ya que los mercados de capitales están constantemente evolucionando, y por ello se requiere de reformas que logren cambiar la fisonomía del sistema, dando más espacio de participación al sector privado, protegiendo a los inversionistas y agregando valor a la economía.

Se han dado pasos importantes en las reformas mencionadas, en la incorporación de pequeños y medianos empresarios al sistema financiero, a través de la industria de capital de riesgo, creando nuevas instancias o fórmulas que logren que estos emprendedores obtengan capital de un modo más económico y eficiente.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Hacia el camino de un mercado eficiente a transcurrido bastante tiempo, con falencias que han producido retornos anormales para entes que aprovechan vacíos legales, o información privilegiada, hechos por los cuales el Mercado de Capitales a reaccionado con las reformas mencionadas anteriormente en busca de igualdad de condiciones y un Mercado en equilibrio en materia de seguridad y transparencia.

Sobre lo anterior apunta este Seminario de Título mostrando la evolución del Mercado, con los acontecimientos ocurridos que dieron origen a los cambios introducidos por las diferentes Leyes, además de un análisis cuantitativo del impacto de la Reforma de Mercado de Capitales II.

A continuación se presentan los cuatro capítulos de este trabajo, esperando que sirva al lector para poder comprender el funcionamiento del Mercado de Capitales, los cuales fueron organizados de la siguiente manera:

El Capítulo I incluye los principales “Conceptos del Mercado de Capitales”.

El Capítulo siguiente contiene la “Evolución del Mercado de Capitales Chileno y Principales Reformas del Mercado de EE.UU. implementadas en Chile”.

Posteriormente el Capítulo III describe las “Reformas al Mercado de Capitales, basadas en la teoría de un Mercado Eficiente”.

Y por último el Capitulo IV contiene los resultados, a través de la metodología de eventos, de la “Respuesta del Mercado Accionario Chileno frente a la Reforma al Mercado de Capitales II”.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# CAPÍTULO I

# "CONCEPTOS DEL MERCADO DE CAPITALES"

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 1.1 Funcionamiento General del Mercado de Capitales en Chile.

El Mercado de Capitales es definido, según el Ministerio de Hacienda (2008), como una interacción coordinada entre oferta y demanda de capital financiero en sus más variadas formas (dinero y valores o activos financieros), surgiendo intermediarios especializados, regulados y controlados. Es decir, es el conjunto de regulaciones, instituciones, prácticas e individuos que forman una infraestructura tal que permite a los oferentes de recursos vender dichos recursos a los demandantes de estos.

Otro concepto que subdivide el mercado de capitales según la periodicidad de sus transacciones, significado impuesto por el Ministerio Público (2008) es el siguiente, "un conjunto de mercados formales e informales constituido por instituciones e instrumentos de financiamiento e inversión, donde se genera una transferencia de recursos financieros desde aquellos agentes económicos que tienen superávit de los mismos, hacia aquellos que necesitan cubrir déficit de recursos financieros".

De esta definición se desprenden dos tipos de mercados de capitales: formal e informal:

- Mercado Formal: conjuntos de organismos que se han especializado en operaciones de inversión, como asimismo a las personas naturales o jurídicas que realizan frecuentemente dichas operaciones, haciendo de estas transacciones su negocio habitual.

- Mercado Informal: es aquel formado por organismos, como son: empresas, instituciones y personas, que efectúan operaciones de inversión, pero cuyo objetivo principal es realizar estas transacciones como operaciones esporádicas.

Desde el punto de vista de la forma de asumir el capital, el mercado de capitales se puede clasificar en mercado financiero y mercado de valores. El Primero es aquel en donde existen sólo oferentes y demandantes, el segundo es aquel en el cual se ofrece y se demanda todo tipo de valores mobiliarios.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Por su parte los entes reguladores se organizan en tres grandes sectores el mercado de capitales chileno:

- Administradoras de fondos de pensiones: reciben recursos de los cotizantes o trabajadores y los administran u ofrecen estos recursos al mercado.

- Bancos: captan recursos de los depositantes y ofrecen recursos al mercado a través de créditos principalmente.

- Mercado de Valores y Seguros: agrupa a las instituciones que transan valores de oferta pública, entre éstas están: las administradoras de fondos mutuos y de inversión, las bolsas de valores, los corredores y agentes de valores, los depósitos de valores y las compañías de seguros, entre otras.

La forma de asumir el capital según el mercado de valores se subdivide en Mercado Primario y Mercado Secundario:

**Mercado Primario:** es donde se colocan los valores de primera emisión, representados por títulos transferibles. Quien utiliza principalmente este mercado es el Estado, el Banco Central de Chile, bancos e instituciones financieras, cuotas de fondos mutuos y S.A. inscritas en el Registro de Valores.

**Mercado Secundario:** es aquel en que se efectúa la transferencia de títulos ya emitidos. Hay una subdivisión de este mercado, el cual es llamado Mercado Secundario Formal, definido por el artículo cuarto bis letra a) Ley Nº 18.045 como: aquél en que los compradores y vendedores están simultáneamente y públicamente participando en forma directa o a través de un agente de valores o corredor de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él, siempre que diariamente se publiquen el volumen y el precio de las transacciones efectuadas y cumpla con los requisitos relativos a número de participantes, reglamentación interna y aquellos tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él, que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 1.2 Entidades que Participan en el Mercado de Capitales.

Existen cuatro entidades que participan en el mercado, éstas son:

**Oferentes**: Son todas aquellas personas o instituciones que poseen superávit de recursos financieros (inversionistas), lo cual, les permite renunciar a una parte de sus ingresos, y éstos en un futuro les ocasionará la obtención de una mayor rentabilidad.

Los inversionistas se pueden dividir en inversionista institucional y no institucional.

- Inversionista no institucional: toda persona que realiza inversiones en forma esporádica, sin ser su objetivo principal, por ejemplo: Personas naturales.

- Inversionista Institucional (Artículo cuarto bis letra e), Ley Mercado de Valores): los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley; y todas aquellas entidades que cumplan las siguientes condiciones copulativas señaladas por la Superintendencia:

  a) que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros;

  b) que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado.

**Demandantes**: Personas o instituciones que poseen déficit de recursos financieros y recurren al mercado en demanda de fondos que serán invertidos directamente y no recolocados como nuevos préstamos.

**Intermediarios**: Realizan la función de apoyo a los oferentes y demandantes. En el mercado de valores apoyan a estos dos entes a través de la colocación de valores en el público y cumplen el importante rol de crear mercados secundarios, recolectando valores de largo plazo en períodos cortos, promoviendo así la liquidez de los instrumentos financieros. Las razones de la existencia de intermediarios son:

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- Costo de información y análisis de Inversiones.
- Diversificación.
- Proximidad entre oferentes y demandantes.

**Reguladores**: Instituciones autónomas, que se relacionan con el gobierno a través del Ministerio de Hacienda, cuyo objetivo en común es la fiscalización de las actividades y entidades que participan en el Mercado de Capitales Chileno.

## 1.3 Tipos de Mercados.

Existen variados tipos de mercados que dependen del instrumento que se transe en él, según la Bolsa de Santiago, se tiene la siguiente tipología de mercados; mercado accionario, de Fondos de Inversión, el monetario, el de futuros, el de intermediación financiera, el de opciones y el de renta fija, los cuales serán descritos a continuación.

**Mercado Accionario:**

Es el principal mercado en las bolsas de nuestro país. En el se transan las acciones a través de diferentes sistemas de negociación para instrumentos de renta variable. Siendo el sistema más utilizado el Telepregón, sistema de negociación Electrónico, en donde el corredor ingresa las ofertas de compra y venta de acciones, para que éstas se calcen en forma automática con aquellas ingresadas por otro corredor, siempre y cuando exista compatibilidad de precios entre ellas. A través de este sistema también se negocian dólares, opciones y Cuotas de Fondo de Inversiones.

Las operaciones en acciones se pueden liquidar en T+0, T+1, T+2 (contado normal), siendo la última modalidad la más usada.

**Mercado de Fondos de Inversión:**

Las cuotas de Fondos de Inversión (CFI), son instrumentos de renta variable que representan una fracción del patrimonio de un Fondo de Inversión. Siendo los fondos patrimonios integrados por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

diversos valores; existiendo cuatro tipos de fondos: Fondos de Inversión Inmobiliarios, Mobiliarios, de Desarrollo de Empresas y de Créditos Securitizados.

Los CFI se negocian en el Sistema Electrónico de Calce y se liquidan por la modalidad de Contado Normal (a dos días hábiles bursátiles de realizada la transacción).

**Mercado de Futuros:**

Un contrato de futuro no es más que un acuerdo para comprar o vender una cantidad determinada de un bien de calidad estándar, a un precio determinado y en una fecha futura definida. En la bolsa se transan dos tipos de Contratos, futuros de IPSA y futuro de dólar. El primero tiene como activo objeto el Índice de Precios Selectivo de Acciones y el segundo tiene como activo objeto el Dólar Observado.

**Mercado de Intermediación Financiera:**

Los instrumentos que se transan en este mercado no son seriados representativos de obligaciones en dinero, son al portador y endosables, a la orden y de corto plazo. Se emiten para financiar la gestión financiera de corto plazo del emisor; y el banco central ocupa este mercado para regulación monetaria. Los emisores participantes de este mercado son: instituciones del Estado, bancarias, financieras y S.A.

Para el comprador, estos títulos son una alternativa de inversión que les permite aprovechar las fluctuaciones de la tasa de interés de corto plazo o realizar un ahorro con un bajo riesgo.

El remate se hace por vía electrónica y se liquidan el mismo día de efectuada la transacción (T+0).

**Mercado Monetario.**

Se considera el oro físico y la plata en esta categoría en la forma de monedas acuñadas por el Banco Central y los dólares de los EE.UU. El valor del oro y la plata fluctúa en forma anticíclica, es decir, se destaca su fortaleza cuando hay turbulencias

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

económicas internacionales. En cambio el dólar es demandado por motivos de rentabilidad.

**Mercado de Opciones.**

En este mercado existen contratos a través del cual el comprador adquiere a un determinado valor llamado prima de la opción, el derecho de comprar o vender a un precio prefijado, y dentro de un plazo, un número determinado de acciones de una sociedad. Vencido el plazo de vigencia del contrato, el derecho expira. En cambio el vendedor de esta se obliga a vender o comprar las acciones dentro del período establecido y al precio prefijado, quedando a merced del comprador. Las primeras sociedades en participar en este mercado fueron Endesa y CTC.

Los inversionistas ocupan este mercado para reducir las pérdidas ante una eventual disminución del valor de las acciones y obtienen utilidad de acuerdo a sus expectativas. También se pueden anticipar a tomar posición en acciones aunque no se disponga de recursos en el acto.

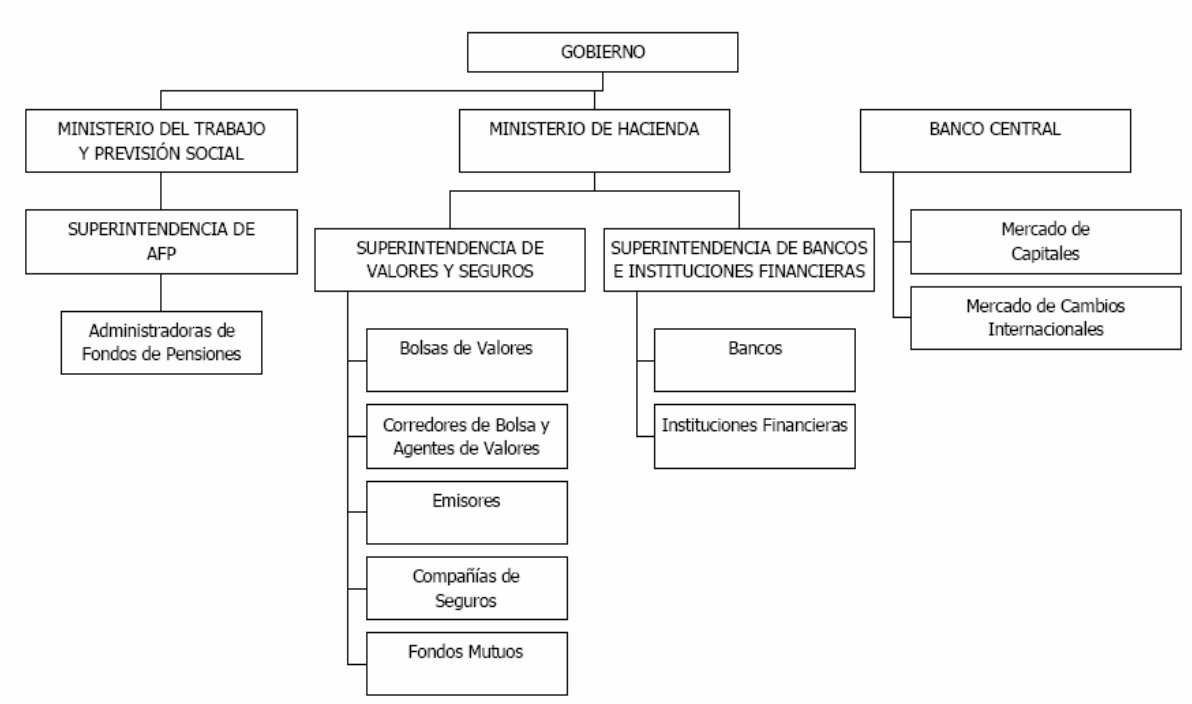
**Mercado de Renta Fija.**

Los instrumentos de Renta Fija se negocian a través de un sistema electrónico en la bolsa de valores, y se definen como títulos representativos de obligaciones de mediano y largo plazo que contrae el emisor con el poseedor del instrumento; son seriados y reajústales por algún índice o unidad (UF, IPC, US $, etc.). Entre los principales instrumentos pertenecientes a este mercado se encuentran los bonos bancarios y de empresas, las letras de crédito hipotecario, entre otros. Se liquidan al día hábil bursátil siguiente de plasmarse la operación.

Para el inversionista el nivel de riesgo es bastante bajo al adquirir este instrumento, la rentabilidad es conocida y se puede tomar como un ahorro al invertir en este título.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 1.4 Estructura del Mercado de Capitales.




Fuente: Bolsa de Santiago, 2008

## 1.5 Entidades que Regulan el Mercado de Capitales.

Existen tres entes reguladores que supervisan al Mercado de Capitales, a los cuales, las normativas que han ido modernizando el mercado, les ha atribuido mayores facultades, para una mayor fiscalización y control en cada una de sus áreas. A continuación se describirá cada ente regulador.

**Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Artículo primero Ley General de Bancos).**

Institución autónoma, con personalidad jurídica, de duración indefinida que se relaciona con el gobierno a través del Ministerio de Hacienda. El superintendente es nombrado por el Presidente de la República. A este organismo le competen: inspeccionar, aplicar e interpretar normas y sancionar a los organismos que estén bajo su jurisdicción.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP online).**

Entidad autónoma, relacionada con el Gobierno a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, cuyo lema principal es velar por la seguridad de los ahorros previsionales. La autoridad máxima es el superintendente, nombrado por el Presidente de la República, regula a las AFP y las AFC. Tiene las siguientes responsabilidades: Orientar a los afiliados y pensionados, proponer reformas legales y reglamentarias para perfeccionar el sistema; fiscalizar, sancionar y aprobar o rechazar la creación de nuevas AFP.

**Superintendencia de Valores y Seguros (SVS online).**

Organismo autónomo, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que tienen por objetivo la fiscalización de las actividades y entidades que participan en los mercados de valores y seguros a nivel Nacional. Se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda. La SVS tiene las siguientes funciones señaladas en el artículo 4º de su ley orgánica:

Función Supervisora: Controla y vigila el cumplimiento de las normas legales, reglamentarias y administrativas.

Función normativa: Establece el marco regulador mediante la dictación de normas propias para regir el mercado.

Función sancionadora: aplica sanciones frente al incumplimiento del marco regulador como consecuencia de una investigación.

Función de desarrollo y promoción de los mercados: promueve diversas iniciativas, mediante la elaboración y colaboración para la creación de nuevos instrumentos para el desarrollo del mercado.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 1.6 Mercado de Valores.

En este tipo de Mercados se transan Valores; éstos se definen, según el artículo 3 inciso primero de la ley Nº 18.045, como cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión. Por lo general estos valores son de oferta pública, cuya oferta va dirigida al público en forma habitual o a ciertos grupos específicos de éste.

Otra definición que no debe faltar es la de Bolsa de Valores, definida según el artículo 38 de la Ley sobre Mercado de Valores, como entidades que tienen como por objetivo proveer a cada uno de sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que proceden en conformidad a la ley.

### 1.6.1 Funciones del Mercado de Valores:

Entre sus principales funciones, encontramos:

- Facilitar el flujo de ahorro inversión: Esta función es la más básica del mercado, y tiene por objetivo facilitar la trasferencia de recursos entre oferentes, ahorrantes y demandantes de fondos. Los traspasos pueden ser a nivel nacional o internacional. Este flujo ahorro-inversión es lo que permite el desarrollo económico al poner los recursos al servicio de las inversiones productivas.

- Optimiza la asignación de los recursos: se refiere a que los recursos disponibles de parte de los oferentes se traspasen a los demandantes de bienes, teniendo presente de que éstos son escasos, para que los recursos sean invertidos en proyectos o empresas que presten las tasas más altas de rendimiento.

- Mercado Secundario: El financiamiento de inversiones tiene un periodo de maduración relativamente extenso, para ello, requiere de la obtención de recursos a largo plazo, mediante la emisión de algún tipo de valor de larga vida (bonos, debentures). Por

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

otro lado, la creación o ampliación de sociedades requiere de aportes de capitales a plazo indefinido, no exigibles, mediante la emisión de acciones comunes o preferentes. Estas dos formas de inversión requieren de ahorrantes dispuestos a comprometer sus capitales, dispuestos a cumplir tales requisitos, pero a la vez se les asegura previamente la liquidez de tales títulos a precios convenientes, ante la necesidad de recuperar los dineros aportados con una rentabilidad considerable. Esto se garantiza mediante un mercado secundario eficiente, en que los precios establecidos correspondan a una competencia perfecta entre la oferta y la demanda.

- Regulación del Mercado: Esta función es el objetivo principal de mercado, crear mercados confiables, ordenados, evitando manipulación de precios, asegurando la plena confiabilidad del sistema.

Para que estas funciones se cumplan a cabalidad, la norma (artículo 43 Mercado de Valores), establece obligaciones a cada bolsa de valores, y entre sus principales características se encuentran: establecer instalaciones y criterios que permitan en forma ordenada un acercamiento de ofertas entre comprador y vendedor, mantiene la información, en forma diaria, a disposición de ellos y de los otros entes que participan en la bolsa concerniente a cualquier acontecimiento (circunstancia) ocurrido en ella, certifica las transacciones y cotizaciones hechas. También cabe citar parte final del primer inciso, artículo 39 de la Ley de Mercado de Valores, que resume varios principios a tener encuenta en una Bolsa de valores, "asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente".

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

### 1.6.2 Principales instrumentos del Mercado de Valores.

Existen variados instrumentos financieros en el mercado de valores chileno, tanto de deuda como de capital, los cuales se presentan a continuación:

| Instrumento | Definición |
|---|---|
| **Pagarés.** | Son escritos en donde una persona llamada suscriptor esta obligada en forma directa a pagarle a otra (beneficiario), o a orden de ella, una cantidad fijada o determinable de dinero en una fecha determinada. Hay dos especies de pagarés más usuales en el mercado, el pagaré descontable del Banco Central de Chile (PDBC) y el pagaré reajustable emitido por la misma institución (PRBC).<br>Ambos escritos se tranzan en el mercado de valores en función de su valor de mercado, siendo éste el valor presente[1] de rescate del documento. Se utiliza interés lineal porque es un solo período, utilizándose como base a 30 días para escritos nominales y 360 días para los documentos en UF. |
| **Depósitos a Plazo.** | Inversión de renta Fija, depósito de dinero bancario, el cual se puede retirar en el plazo acordado con los intereses. El periodo mínimo que debe permanecer depositado el dinero es 30 días, y antes de este plazo, éste no paga intereses. Si permanece más de noventa días depositado el dinero comenzará a ganar reajustes, excepto cuando éste sea en dólares. Algunos aspectos que se deben tener claros al momento de invertir en éste instrumento financiero: retiro antes de 30 días no se obtendrán intereses ni multas, inversiones en depósitos en pesos, en moneda extranjera o en UF. Para los depósitos en pesos y en moneda extranjera plazo mínimo 30 días, y los con UF, 90 días como mínimo.<br>Desde el Punto vista del rescate del depósito a plazo, existen dos modalidades: el de plazo fijo y el de plazo renovable. El Primero el dinero invertido gana un interés solo hasta la fecha de vencimiento del depósito. El segundo se puede aplazar en forma automática por un nuevo plazo igual al anterior, siendo la tasa de interés mayor o menor a la expuesta en el primer periodo antes de la prorroga; sucede instantáneamente si la persona no se presenta a retirar su dinero. |
| **Cuenta de Ahorro a Plazo.** | Son emitidas por entidades bancarias e instituciones financieras, adquiridas por personas naturales y jurídicas, su unidad de valor es el peso moneda corriente nacional, el monto mínimo de su apertura depende de cada institución, su liquidez es de forma inmediata, y cada entidad establecerá la tasa de interés sobre el capital invertido en la cuenta. |

[1] Valor Presente: corresponde al valor actualizado de los flujos futuros de pagos definidos en el instrumento, a una fecha determinada y a la tasa de interés del mercado.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| Instrumento | Definición |
|---|---|
| **Cuenta de Ahorro a Plazo con giros diferidos.** | Instrumentos emitidos por bancos e instituciones financieras poseyendo las mismas características que el título anterior descrito, teniendo como salvedad la liquidez, siendo ésta previo aviso de 30 días corridos. |
| **Acciones.** | Es una unidad de derecho de propiedad de una sociedad anónima abierta o cerrada, de una sociedad encomandita por acciones o de una sociedad por acciones (nueva entidad creada por Ley Nº 20.190). Para el emisor es una alternativa de financiamiento mediante la obtención de recursos a plazo indefinido, y para el comprador es una alternativa de ahorro a corto, mediano o largo plazo hasta de forma indefinida obteniendo una renta variable. Al accionista lo mueven principalmente dos razones a su adquisición, rentabilidad y control.<br>Existen dos tipos de acciones:<br>1.-Acciones ordinarias: La propiedad sobre este tipo de título queda establecida en los registros de la compañía emisora, siendo nominativas.<br>2.- Acciones Preferentes: En términos generales son similares a las anteriores, pero la diferencia radica en que son privilegiadas con respecto al pago de dividendos. |
| **Derecho de Opción.** | Existen dos tipos: preferente de suscripción de acciones y preferente de suscripción de bonos convertibles en acciones de la sociedad emisora. Son emitidos por sociedades anónimas, encomandita por acciones o SPA, que proporcionan un derecho preferente de inscripción, derecho que es renunciable y transferible. Al renunciar el accionista puede transferir su derecho dentro de 30 días contados desde la fecha de inicio de la opción. |
| **Bonos** | Son instrumentos de Renta Fija que representa deuda para quién lo emite y un derecho a quién presta el dinero. La decisión de tasa de endeudamiento es responsabilidad de la entidad emisora. |
| **Cuotas de Fondos Mutuos.** | Emitidos por el fondo mutuo que es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, denominadas partícipes. Este capital es invertido y administrado por una sociedad anónima especializada, por cuenta y riesgo de los inversionistas institucionales y naturales. El valor de la inversión inicial es para todos iguales y de las mismas características, y la liquidez de estas cuotas va al momento del rescate o en forma inmediata en el mercado secundario. |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| Instrumento | Definición |
|---|---|
| **Cuotas de Fondo de Inversión.** | Instrumentos de renta variables que constituyen una parte del patrimonio de un fondo de inversión, es decir, el aportante pasa a ser propietario de una fracción de este fondo. El capital es integrado por personas naturales y jurídicas. La liquidez esta dada con la mayor o menor rapidez con que los participes pueden comprar o vender este instrumento, conservando el precio del mercado. |

### 1.6.3 Bolsas de Valores Chilenas.

A continuación se presenta una descripción de las Bolsas de Valores Chilenas, específicamente rasgos históricos y evolutivos de éstas.

### Bolsa de Valores de Valparaíso.

En 1892, según Bolsa de Valparaíso online, se crea el salón de corredores formado por un grupo de comisionistas, que más adelante derivo en la Bolsa de Valores de Valparaíso en el año 1898. En el año 1905 ésta se transforma en la "Bolsa de Corredores de Valparaíso Sociedad Anónima". Desde sus inicios el número de operaciones comenzaron a aumentar debido a la bonanza del salitre, la minería y la hegemonía de las industrias.

Cuando se creo la Bolsa de Santiago, ésta con la Bolsa en descripción, comenzaron a entablar relaciones, favoreciendo los negocios entre corredores de ambas instituciones. Y a partir de 1908 se permite que los accionistas de una bolsa puedan efectuar transacciones en la otra institución.

Posteriormente, en 1917 el volumen de sus transacciones de acciones y bonos presentó un crecimiento vertiginoso, por sobre su par institucional; y por otro lado tenía el control del mercado de las letras de cambio. Está prosperidad duró hasta el año 1929, debido al conocido jueves negro de los mercados internacionales. Desde ese año hasta 1973 la actividad bursátil se presentó inestable. Con el modelo económico impuesto en el país en el año 1973, el mercado de valores experimentó un desarrollo asombroso, en operaciones bursátiles, emisión de valores, diversificación de instrumentos transados y la creación de nuevos mercados. En 1981 se publica la Ley de Mercado de Valores Nº 18.045, y específicamente en su artículo 40, pedía un mínimo de capital pagado

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

equivalente a 60.000 UF, requisito que esta bolsa no cumplió, por lo cual el 3 de enero de 1983 fue declarada en liquidación.

Este requisito fue modificado el 19 de octubre de 1984, en la ley Nº 18.350 reduciendo a 30.000 UF el capital pagado mínimo. Por ende, la comisión liquidadora, en marzo de 1987, crea una nueva sociedad llamada "Bolsa de Corredores – Bolsa de Valores", que inició sus actividades operacionales y bursátiles a partir del 8 de abril de 1988.

## Bolsa de Comercio de Santiago.

En el año 1840, acontecimiento según Bolsa de Santiago online, existen los primeros indicios de creación de una bolsa de valores, pero no resultó. En 1884 el País contaba con 180 S.A., lo que obligó al establecimiento de un mercado de valores especializado al que se desplazaron las transacciones de títulos. La fundación de la Bolsa de Comercio de Santiago fue el 27 de noviembre de 1893, inyectando vitalidad y dinamismo a la economía nacional. Aproximadamente 329 S.A. empezaron a transar en ella, y en su mayoría empresas del rubro de la minería.

El objeto de ésta, es proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en los lugares que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y demás actividades que puedan realizar en conformidad a derecho.

Esta bolsa tuvo su hegemonía a principios del siglo 20, producto del crecimiento económico mundial, representada por el auge bursátil en Nueva York y en las principales bolsas de Europa, hasta llegar a la década del 30. Desde esa fecha hasta 1973 hubo un periodo de decadencia en la bolsa, producto de la Segunda Guerra Mundial y de una mayor intervención del estado en la Economía, tomando más relevancia en la época de la Unidad Popular llegando a una hiperinflación de tasa anual en 400 % aproximadamente; en este periodo la bolsa fue una de las voces más importantes de defensa pública de la actividad bursátil y de las sociedades anónimas.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

A partir de 1973 se realizaron profundas reformas en beneficio de la liberación economía, a la propiedad privada, descentralización y la apertura externa. Es en el trascurso de este periodo donde importantes inversionistas institucionales entraron a la bolsa, entre ellos: las AFP, Compañías de seguros, Fondos de inversión de capital extranjero y Fondos mutuos.

En la década del 90 las empresas chilenas se abrieron al mercado internacional, mediante la emisión de ADR´s y la internacionalización de las compañías nacionales producto de la participación en la propiedad de importantes sociedades, principalmente en Latinoamérica. Pero también ésta no estuvo exenta de algunos retrocesos, debido a la crisis económica de 1981 – 1982, a los ajustes aplicados a principios de 1990 y a la crisis asiática. Otro acontecimiento importante se produjo en el año 1981 cuando esta Bolsa adquirió el compromiso con los avances tecnológicos, implementando una sistematización de sus principales procesos mediante la conexión de una gran cantidad de terminales a sus equipos Tandem tolerantes a falla y dando acceso a sus usuarios a servicios de Internet.

Hoy en día la Bolsa de Santiago se centra al desarrollo y la profundización del mercado de valores, poniendo énfasis en la integración de la Bolsa a los mercados financieros internacionales, adquisición de nuevas tecnologías y el incentivo del inversionista al mercado bursátil.

## Bolsa Electrónica de Chile.

El objetivo de está bolsa es asegurar la competitividad del mercado bursátil chileno, permitir el ingreso de nuevos corredores y operadores, e imponer un nuevo concepto en la forma de hacer negocios, al operar exclusivamente a través de sistemas electrónicos de transacción.

Su proyecto empezó a gestarse cuando algunos agentes de valores vieron la necesidad de asegurar la competitividad del mercado chileno con sus pares internacionales y al mismo tiempo satisfacer las necesidades de éste. Es así como nace un nuevo mercado formal para la intermediación de instrumentos financieros, año 1989, permitiendo reducir tarifas y costos, mayor competencia entre los entes participantes, ayudando a la creación de nuevos productos y servicios por parte de los agentes del

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

mercado, aumentando los niveles de transparencia, eficiencia y dinamismo del mercado de valores.

En lo internacional, se crearon vínculos y convenios con algunas de sus pares de Latinoamérica, con el fin de beneficiar a inversionistas, interconectar a las bolsas, desarrollar nuevas iniciativas en directo beneficio de ellas y ampliar las posibilidades de negocio.

Entre otros aspectos, la Bolsa Electrónica de Chile ha colaborado con las autoridades gubernamentales en la discusión y generación en nuevas iniciativas legales que tienen que ver con nuestro mercado, y también ha participado en materias de autorregulación del mercado de valores.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# CAPÍTULO II

## "EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES CHILENO Y PRINCIPALES REFORMAS DEL MERCADO DE EE.UU IMPLEMENTADAS EN CHILE"

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 2.1 Evolución del Mercado de Capitales Chileno.

A finales de 1973 en nuestro país, no existía un mercado de capitales estructurado. Las reformas microeconómicas y macroeconómicas implementadas en ese momento produjeron importantes avances y cambios estructurales interrelacionados. Distinguiéndose en esta etapa, según Rosanna Costa, Ingeniero Comercial Revista Libertad y Desarrollo, 2002, características liberales tales como: la libre determinación de las tasas de interés, privatización de la banca y la existencia de sociedades financieras informales, entre otras, que produjeron un impacto social, económico, financiero y tributario. Lo que se buscaba con estas iniciativas era descomprimir el mercado financiero; esto se lograba a través del afianzamiento de mercados locales y del comercio exterior, mediante la obtención de recursos frescos. Estas reformas presentaron importantes avances pero también retrocesos con la caída del precio del cobre (1975) y la quiebra de un gran número de instituciones financieras.

En 1975 se produjo un acontecimiento relevante centrado en la apertura a la entrada de capitales y en la búsqueda de una fórmula para atraer capitales externos, demostrado en el DL. Nº 600 “Marco Regulatorio de la Inversión Extranjera”. Esta iniciativa procuró convertirse en un trampolín para la reactivación económica, atrayendo grandes capitales extranjeros de inversión, asegurándoles retornos estables y protecciones para los inversionistas foráneos. La apertura referente al crédito externo fue cautelosa. Se autorizó el crédito directo no bancario expuesto a mínimas restricciones, pero no se permitía el endeudamiento bancario para prevenir la volatilidad de los flujos de capital. Las tasas de interés reales eran bastante volátiles y mayores a las externas, permitiendo generar arbitrajes a capitales de corto plazo.

Las cuentas fiscales en 1979 presentaron un superávit, dando inicio al uso de la política cambiaria para controlar la inflación mediante el establecimiento de un tipo de cambio fijo. También se reduce la prima por riesgo del país, agregada a una mayor liquidez externa traduciéndose en un creciente influjo de capitales. Como consecuencia de lo anterior, se libera el crédito bancario desde el exterior y en 1980 se elimina la cuota máxima mensual para la entrada de créditos a las entidades bancarias. Posteriormente se le permite a la banca aumentar sus tenencias en bonos y acciones.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

En 1980 la Constitución Política de la República, contiene en dos artículos temas relacionados con el Mercado de Capitales Chileno. En el artículo 1º inciso 3º se reconoce el principio de subsidiariedad, que regula el comportamiento del Gobierno chileno para con los particulares. En el artículo 19 Nº 21, se refiere al Orden Público Económico, asegurando a todas las personas el derecho a desarrollar cualquier actividad económica que no sea contraria al orden público, la moral o a la seguridad nacional, respetando las normas legales que la regulen. En Nº 22 del mismo artículo, trata de la no discriminación a las personas por parte del estado y sus organismos en materia económica; los números 23 y 24 se refieren a la libre adquisición de toda clase de bienes y al derecho de propiedad de sus diversas especies sobre toda clase de bienes, corporales e incorporales.

Pese a todos los esfuerzos por generar estabilidad económica al país otorgado por el nuevo modelo, la crisis financiera fue un tropiezo inevitable a mediados de 1981, debido al alza en las tasas de interés internacionales, el aumento del tipo de cambio y un significativo incremento del déficit en la cuenta corriente. Esta crisis sacudió los pilares del sistema financiero, pero no estancó el desarrollo del mercado de capitales. En 1983 el estado interviene y liquida gran parte de la banca privada.

La crisis empezó a declinar a mediados de 1984, en donde el gobierno instauró una serie de cambios al sistema financiero, estableciendo mejores condiciones para un mercado más desarrollado. Entre estos cambios se encuentra el segundo período de privatizaciones de empresas estatales (años 1985 a 1989), y el acceso al mercado accionario por parte de las AFPs, al ser S.A., provocando múltiples oportunidades de inversión del sector privado. También se creo la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) (1985), que clasifica los instrumentos de deuda y aprueba los instrumentos de capital susceptibles de ser adquiridos con los fondos de las AFP. En 1986 se promulga la nueva Ley General de Bancos, introduciendo modificaciones en lo tributario; y normas, procedimientos y facultades relativas a la actividad bancaria. Para transparentar el funcionamiento del mercado de capitales, se obliga en 1987 a clasificar en forma continua el riesgo de los valores de oferta pública, ello llevó al nacimiento de las empresas clasificadoras de riesgo. Otra instancia importante es la creación de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (1989) y la ley de Fondos de Inversión, atrayendo tanto a inversionistas nacionales como internacionales, provocando un mercado atractivo y con un buen potencial de crecimiento. Desde 1990 hasta 1993 se desarrolló el tercer período de privatizaciones focalizada principalmente en las empresas sanitarias que estaban en

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

poder del estado.

Un hecho destacado fue el nacimiento del Comité de Mercados de Capitales (1994), integrado por la Superintendencia de AFP, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda cuya función es confeccionar normas, reglamentos, circulares y oficios, colaborando en el desarrollo del mercado de capitales. Debido a la crisis bancaria de 1985, en donde las instituciones bancarias mantenían deudas subordinadas con el banco central, se legisla dando una solución (1995).

Al promulgarse la nueva Ley general de Bancos (1997) y al eliminarse las restricciones a la entrada de capitales extranjeros (1999); aumentaron el ingreso de divisas, provocando la reactivación de la inversión y el desarrollo del país. El primer cambio permitió la internalización de la banca y la implementación de nuevos negocios, como son: factoring, securitización, administración de fondos de capital extranjero, corretaje de seguros, custodia y transporte de valores, cobranzas, y servicios financieros a AFP, entre otros. Otro hecho de gran relevancia fue la promulgación de la Ley Opas (2000), mejorando la regulación de los Gobiernos Corporativos, dando equidad en los derechos entre accionistas minoritarios con los mayoritarios en una S.A abierta, entre otras normas. Un acontecimiento importante en el Mercado de Capitales fue su Primera Reforma (2001), considerada como un paso importante para vigorizar el sector financiero chileno.

Hubo muchos errores en la implementación del mercado de capitales en chile, debido a dos grandes crisis económicas, sin embargo se pudo sobrellevar, ayudado de los entes legisladores que promulgaron normativas para generar un mercado más atractivo, competitivo y con grandes perspectivas de crecimiento. A modo de ejemplo, los productos ofrecidos en el mercado tienden a una mayor complejidad y se ajustan a las preferencias de inversionistas con mayores exigencias. Los inversionistas institucionales han jugado un papel importante en el desarrollo del mercado, y las S.A. también cumplen un rol indispensable aportando en el crecimiento en la negociación de acciones y especialmente en la colocación de bonos. Las compañías de seguros han hecho su aporte en cuando a los seguros de vida favoreciendo las rentas vitalicias y nuevas modalidades de seguros en cuanto al ahorro, convirtiéndolos en importantes inversionistas institucionales.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 2.2 Principales Normas que Regulan el Mercado de Capitales.

En este punto se encuentran las principales normativas que les proporcionan potestad a la S.V.S. para el ejercicio de sus funciones con relación al mercado de valores.

Las principales normativas son:

| **Normativa** | **Referente a** | **Año Publicación** | **Últimas modificaciones en** |
|---|---|---|---|
| DFL Nº 251 | Compañías de Seguros | 1931 | Ley 20.190, 05/06/2007 |
| DL Nº 1.328 | Administración de Fondos Mutuos | 1976 | Leyes OPAS; 19.768; 19.769 y 20.190, 05/06/2007 |
| DL Nº 3.500 | Fondos de Inversión | 1980 | Leyes 20.190 y 20.210, 31/07/2007 |
| Ley Nº 18.045 | Mercado de Valores | 1981 | Leyes OPAS; 19.768; 19.806 y 20.190, 05/06/2007 |
| Ley Nº 18.046 | Sociedades Anónimas | 1981 | Leyes OPAS; 19.769; 19.806 y 20.190, 05/06/2007 |
| D.S. Hacienda Nº 249 | Reglamento de Fondos Mutuos | 1982 | Ley OPAS |
| D.S. Hacienda Nº 587 | Reglamento de Sociedades Anónimas | 1982 | Sin modificaciones |
| Ley Nº 18.657 | Fondos de Inversión de Capital Extranjero | 1987 | Leyes 19.738 y 20.190 |
| Ley Nº 18.815 | Fondos de Inversión | 1989 | Ley 19.769; Ley OPAS y Ley 20.190, 05/06/2007 |
| Ley Nº 18.876 | Depósito y Custodia de Valores | 1989 | Ley OPAS; Ley Nº 19.806 y Ley 20.190, 05/06/2007 |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| **Normativa** | **Referente a** | **Año Publicación** | **Ultimas modificaciones en** |
|---|---|---|---|
| D.S. Hacienda Nº 734 | Reglamento sobre Depósito de Valores. | 1991 | Sin modificaciones |
| Ley Nº 19.705 | Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece régimen de Gobiernos Corporativos | 2000 | Sin modificaciones |
| Ley Nº 19.768 | Adecuaciones de índole tributaria al mercado de capitales y flexibiliza el mecanismo de ahorro voluntario | 2001 | Ley 20.190, 05/06/2007. |
| Ley Nº 19.769 | Flexibiliza las inversiones de los Fondos Mutuos y Compañías de Seguros, crea Administradora General de Fondos, facilita la internacionalización de la Banca, y perfecciona leyes de S.A. y de Fondos de Inversiones | 2001 | Sin modificaciones |
| Ley Nº 19.220 | Establecimiento de Bolsas de Productos Agropecuarios | 1993 | Ley Nº 19.826, 24/01/2003 |
| Ley Nº 19.281 | Arrendamiento de Viviendas con Promesa de Compraventa | 1993 | Ley 20.190, 05/06/2007 |
| Ley Nº 20.190 | Adecuaciones para el Fomento de la Industria de Capital de Riesgo y continua el proceso de Modernización del Mercado de Capitales | 2007 | Sin modificaciones |

Fuente: Elaboración Propia en base a Tesis “Aspectos tributarios de la Reforma al Mercado de Capitales”, 2004, León M.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 2.3 Descripción del Mercado de Capitales EE.UU.

Estados Unidos posee el mayor Mercado de valores en volumen monetario y el primero en número de empresas adscritas. "La Bolsa de Nueva York cuenta con un volumen de transacciones de 21 billones de dólares, incluyeron los 7,1 billones de compañías no estadounidenses". Por lo tanto es interesante investigar como fue el proceso de evolución del mercado EE.UU, razón por lo cual se considera un modelo de acción por los países en vías de desarrollo de sus respectivos mercados de capitales, incluido el chileno.

La estructura empresarial estadounidense esta ligeramente dominada por la pequeña y mediana empresa (PYME), catalogadas aquellas con menos de 500 trabajadores, contribuyendo al desarrollo de la economía debido a que el 50% de los trabajadores del sector privado pertenecen a esta estructura de empresas. En el año 2002 existían en EE.UU 22.9 millones de pequeños o medianos negocios lo que suponía un total del 99,7% de todas las empresas del país. Estos generaron entre el 60% y el 80% de los nuevos empleos, y como media producían 13 o 14 veces más patentes por empleado que las grandes empresas (basado en Wikipedia online, 2008).

Estados unidos posee la industria de capital de riesgo más antigua y desarrollada, siendo su rol fundamental contactar de una manera formal y estructurada a los emprendedores con los inversionistas. El gobierno a intervenido fuertemente con políticas de apoyo al sector, por ejemplo, el impuesto a la ganancia de capitales ha bajado desde cerca de un 50% en 1978 a solo un 14% a partir de 1994, el cual es pagado por el accionista del fondo. Dado la importancia para la economía de Estados Unidos fomentar a las empresas emprendedoras, las medidas adoptadas por este país lograron obtener un constante crecimiento hasta el año 2000 concluyendo en el año 2001, las causas no solo deben atribuirse a la caída de los mercados de valores, ni a las incertidumbres sobre la profundización de la recesión en la que entro la economía norteamericana, ni tan siquiera a los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 que aumentaron la incertidumbre sobre la evolución de la economía. La principal causa fue a un cierre de un ciclo de captación de fondos, que aconteció desde 1997. Debido a que las perspectivas condujeron a una masiva entrada de nuevos operadores en busca de fondos para administrar, de este modo, los crecimientos en los recursos captados se fundamentaron en la actividad cíclica de los gestores existentes y de los nuevos inversores. Debido a esto, hubo un gran auge

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

de captación de recursos durante los años 1999 y 2000 y las demás rondas de búsquedas de recursos se debieron a causas cíclicas, por lo tanto, era de esperar una caída de éste en el año 2001, por causas atribuibles a la dinámica de la actividad. Destacando las empresas relacionadas con Internet y las telecomunicaciones, las cuales recibieron gran apoyo financiero por los inversionistas.

A modo de evidencia, EE.UU. ha invertido en capital de riesgo 21.200 millones de dólares durante el año 2002 y el 2003 18.200 millones de dólares; si bien la cifra disminuyó no deja de ser un monto importante para el desarrollo del mercado.

Tomando conocimiento de la importancia del capital emergente, el Estado norteamericano a realizado varias modificaciones a sus leyes, en términos generales, las reformas han tenido por objeto el flexibilizar el Mercado de Capital de riesgo y elevar los incentivos para invertir en esta industria. Para lo cual han realizado innovaciones enfocadas a reducir la tasa efectiva de impuesto a las ganancias de capital, reducir el periodo que se deben mantener las inversiones en activos subyacentes para acogerse a franquicias tributarias e incentivar la reinversión de las ganancias de capital dentro de la industria de capital de riesgo.

## 2.4 OPAS Norteamericanas.

La Oferta Pública de Acciones en EE.UU. partieron en los años ochenta, caracterizándose por tratar de adquirir una compañía lo más rápido posible, incentivando por distintos medios a los accionistas a vender sus acciones a la brevedad, incentivos o presiones que significaron que muchos accionistas tomarán en muchos casos decisiones equivocadas, asociadas a la falta de información o privilegio de ésta, y a la inexistencia de un trato igualitario dejando a los inversionistas minoritarios desprotegidos. Por ello el gobierno junto a los parlamentarios legislaron para solucionar estos problemas mediante distintas normas que a continuación se describen.

Las ofertas públicas de EE.UU (OPAs), están regidas por las “Reglas Generales y Regulaciones promulgadas conforme a la Securities Exchange Acto f 1934” y la “Securities Exchange Acto f 1934, Section 14”, según Campos P, 2003. Las cuales establecen que cualquier persona que desee comprar, o que con la compra de títulos, logre un 5% del total

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

de los valores emitidos, debe lanzar una OPA, y ésta, comienza con la primera publicación en los medios por parte de quien ofrece comprar los valores (la oferente) de la compañía sujeta a la oferta. La compañía oferente de una OPA, deberá enviar a la Comisión de Declaración de Tender Offer un archivo exponiendo sus objetivos, copia de la cual deberá enviarse a las oficinas centrales de la compañía sujeta a la oferta, a cada "National securities Exchange" en donde la clase de valores de la compañía este registrada y a la National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD) si tal clase de valores está autorizada en el sistema de cotización de inter distribuidor de NASDAQ.

Por su parte la Compañía que es sujeto de la oferta debe cumplir ciertos deberes, dentro de estos es que esta institución debe averiguar puntualmente la más reciente lista de sus accionistas, con una fecha máxima de diez días hábiles anteriores desde la fecha de petición del oferente. También, con la misma limitancia de tiempo, deberá recomendar la aceptación, el rechazo o mostrarse neutra a la oferta pública de adquisición. La recomendación neutra deberá incluir también la razón de tal posición.

Mientras el periodo de oferta pública este abierto, cualquier persona que ha depositado sus títulos de acuerdo con la oferta pública y quiera retirar sus valores estos los podrá realizar total o parcialmente, sin embargo, si se trata de una oferta pública de adquisición subsecuente, estos derechos de retirada se pierden.

Dentro de la legislación estadounidense encontramos en lo que respecta a la oferta pública de acciones, la "Rule 14d 8" la cual se refiere a la compra si es a prorrata o no. En ella estipula que cualquier persona que hace una oferta pública de adquisición o petición o invitación para ofrecer, menos de todas las acciones emitidas de una clase, y si el número de valores depositados es mayor a lo dispuesto a comprar, los valores tomados y pagados deberán ser prorrateados, desatendiendo fracciones, según el número de valores depositados por cada depositante durante el periodo de oferta, petición o invitación a ofrecer, es decir, si la compañía oferente pretende comprar el 75% de las acciones de otra compañía, y a la oferta acuden, el 100%, la oferente deberá comprar a cada uno el 75% de lo que cada uno ofreció.

La oferta pública de adquisición estará abierta a todos los tenedores de título de la clase sujeta a la OPA, y el monto pagado a cualquier poseedor de título de acuerdo a la oferta pública de adquisición es el monto más alto pagado a cualquier otro tenedor de

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

títulos durante tal oferta pública de adquisición, es decir, a todos se les debe pagar el mismo precio por título.

Además en la regulación estadounidense se considera un acto fraudulento, engañoso o manipulador, si alguien anuncia públicamente que otra persona (o una institución, sociedad, para la cual la persona actúa) planea realizar una oferta pública de adquisición que no ha sido aun comentada formalmente. También no se considera ético si una persona hace el anuncio de una potencial oferta pública de adquisición sin la intención de comenzar la oferta dentro de un tiempo razonable y completar la oferta. Debido a que por medio de esto se puede manipular el precio de mercado de los títulos. Por lo tanto en Norteamérica se protegen a los inversionistas minoritarios con este tipo de leyes, las cuales las aplica no solo en su país sino que a todos los países en los cuales invierte.

## 2.5 OPAS Chilenas.

Una situación similar a la ocurrida en estados unidos durante los años 80s aconteció en chile a mediados de los años 1996 y 1997, en que hubo gran demanda por el control de distintas compañías, lo que ocasionó la necesidad de contar con un cuerpo legal que regulara estos acontecimientos que afectaba directamente a los accionistas minoritarios, puesto que producían inequidades en el pago de los precios de acciones por parte de las “personas” que tenían a cargo el gobierno corporativo de ella. Durante esta época de transiciones es reconocido el “Caso Chispas” de 1997, el cual dejo en evidencia la precariedad del sistema de regulación en las operaciones de toma de control y OPAs en el país, y que genero una especie de debate nacional que concluyó, luego de un mercado sumamente activo durante 1997 y 1998, según Campos P. (2003), con el convencimiento de que existía la necesidad de legislar en forma rápida y eficiente al respecto.

Las medidas tomadas por el poder legislativo fueron las siguientes:

Según el artículo 199º de la Ley 18.045 se deben someter a una OPA, siguientes adquisiciones de acciones:

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad,
- Si como consecuencia de cualquier adquisición de acciones, la persona adquiere dos tercios (2/3) o más de las acciones emitidas con derecho a voto,
- Al pretender tomar el control de una sociedad, la cual, a su vez, es controladora de otra que realice una oferta de sus acciones y que además esta transacción de toma de control represente un valor igual o superior al 75% del activo consolidado de las sociedades. El adquiriente deberá realizar una oferta a los accionistas de la sociedad controladora.

También en la legislación se estipula las condiciones en las cuales no se obliga la realización de una OPA, las cuales se enumeran a continuación:

1. Adquisiciones provenientes de aumento de Capital,
2. Adquisiciones de acciones, enajenadas por el controlador de una sociedad siempre que las acciones:
   2.1 Tenga presencia bursátil,
   2.2 El precio de compraventa se pague en dinero, y
   2.3 El precio no sea substancialmente superior al precio de mercado.
3. En los casos de fusión,
4. Adquisición por causa de muerte,
5. Adquisición por enajenaciones forzadas.

**Medidas introducidas por Ley Nº 19.705 referidas al proceso de OPA**.

- Incentiva la masificación de transacciones bursátiles en los accionistas minoritarios,
- Por excepción, regula la repartición del premio por el control de la compañía que el oferente desea adquirir,
- Establece el marco en que se debe realizar una OPA,
- Entrega libertad a los accionistas minoritarios de participar o no de una OPA,
- Regula la entrega de información de las ofertas realizadas por las distintas compañías interesadas en adquirir el control de otra, y
- Exime ciertas adquisiciones del proceso de OPA.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Posteriormente cabe señalar que el 07 de noviembre del año 2001 se publicó la ley 19.768 (MKI), la cual modifico el articulo 18 ter de la Ley de la Renta, liberando totalmente de impuestos el mayor valor obtenido de la enajenación de acciones de sociedades anónimas abiertas que cumplan con ser enajenada en una bolsa de valores del país o en otra bolsa autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros o en un proceso de OPA.

## 2.6 Planes colectivos de Ahorro Previsional Voluntario: Planes 401(k) estadounidenses.

Los planes 401 (k) deben su nombre a la sección del código que regula los impuestos en Estados Unidos y que es la que autoriza la creación de planes de pensiones con diferimiento tributario para los empleados. Son planes complementarios a la Seguridad Social estatal, la cual es de reparto, y además son voluntarios, tanto para las empresas en ofrecerlas a sus trabajadores como a éstos para contribuir en ellas. El primer plan fue desarrollado en 1981, según el Consejo Reforma Previsional, 2006, coincidentemente el mismo año en que se crea el Sistema de AFP en Chile.

Son planes de pensiones organizados por empleadores para hacer frente a las deficiencias en la previsión de los grupos de medianos y bajos ingresos y que además poseen una reducida capacidad de ahorro. La administración de éstos, es hecha por el empleador descontando por planilla los montos destinados a la cuenta de ahorro y contratando su administración a la cuenta de cada trabajador.

Estos contratos son de contribución definida, reduciendo su salario, y de impuestos diferidos estatales y federales al ingreso. Son de impuestos diferidos porque los aportes previsionales realizados por los trabajadores se deducen de su renta antes de pagar impuestos, reduciendo el monto de estos últimos; los impuestos sobre las ganancias se difieren hasta el momento en que el trabajador utilice el dinero de la jubilación.

La mayoría de los empleados deben estar de acuerdo en incorporarse a él, de lo contrario se deja sin efecto. Dentro de sus características más importantes se encuentran: Los beneficios de la seguridad social y de desempleo se aplican sobre los salarios brutos y las contribuciones de empleados y empleadores están sujetas a un test de no discriminación.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Se puede decir que los entes involucrados, trabajadores y empresas, obtienen ventajas de dichos contratos. Para los empleados existen posibilidades de ahorro adicionales a los Planes de Pensiones Individuales (IRA), reduce el ingreso imponible y los impuestos a los retornos de las inversiones en las cuentas de capitalización son diferidos, entre otras. En cambio para los empleadores sus contribuciones son consideradas como gasto necesario para producir renta, producto de esto se rebajara la base imponible, y ayuda a los empleadores a contratar y retener sus empleados.

Hay que tener presente la evidencia empírica del llamado "reventón de la burbuja accionaria" en Estados Unidos, según Galleguillos L, 2003, dejo latente aspectos negativos de estos planes, ya que muchas empresas incentivaban a sus trabajadores a invertir en acciones de la propia empresa, y si estas quebraban, los trabajadores quedaban desempleados y además perdían todos sus ahorros previsionales. Y por otro lado los empleadores ofrecían un sin número de alternativas de inversión, pero no le entregaban la información financiera apropiada a sus empleados. Por otro lado, las empresas negociaron planes con instituciones financieras motivados solo por el interés personal y no por el de sus trabajadores, con la intención de obtener mejores créditos o bajas comisiones.

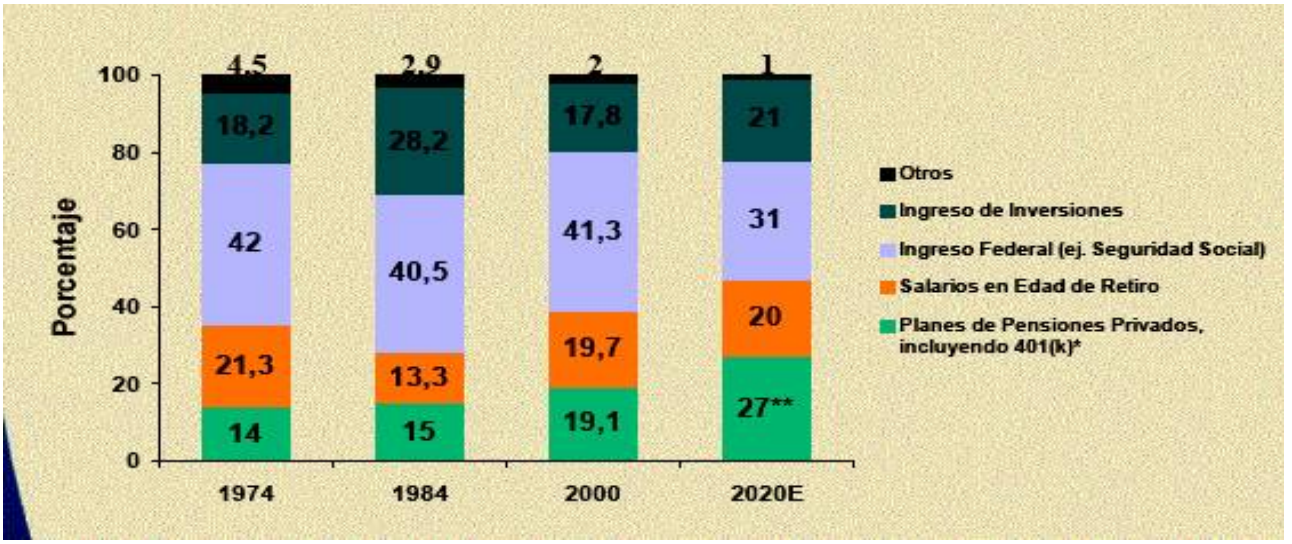
Pero de estos casos han sacado lecciones los organismos fiscalizadores de EEUU, haciendo de estos planes un éxito rotundo, por su flexibilidad en su diseño, variedad de opciones de inversión, facilidad de ahorro, liquidez para los ahorros y contribuciones de los empleados y empleadores respectivamente.

La masividad de estos planes en Estados Unidos, según Comber H, 2008, es demostrada por**:**

- Más 500.000 planes,
- 50 millones de trabajadores que poseen planes representando 2/3 del total de trabajadores del sector privado,
- 2 trillones de dólares en ahorro de los trabajadores,
- Gran penetración en empresas medianas (50%) y grandes (95%),
- La penetración en empresas pequeñas se ha ido incrementando todos los años y se estima que en la actualidad llega por sobre el 20%.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Estos datos dan como resultado la gran significancia de estos planes en Estados Unidos, constituyendo un porcentaje importante de los ingresos al pensionarse los norteamericanos. Demostrado gráficamente:



Fuente: Current Population Surveys and Social Security Administration estimates, 2006.

También es necesario tomar en consideración la importancia de la educación y la asesoría a los trabajadores, generando conciencia en éstos de la necesidad de ahorrar y de planificar el retiro.

**2.7 Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC) en Chile.**

El mercado de capitales esta compuesto por diversas áreas, y dentro de éstas se encuentra el Sistema Previsional. Una de sus principales características son los pilares de seguridad, contando Chile con tres de ellos: el primero corresponde a la Seguridad social estatal (pensiones mínimas y asistenciales) mejorado actualmente, el segundo planes de pensiones privados (AFP), y el tercero basado en planes de ahorro voluntario, que no ha tomado la hegemonía que debiera.

El primer proyecto de Reforma al Mercado de Capitales II, año 2003, contenía en sus argumentos el fortalecimiento de los mecanismos de APV, a través de la incorporación de planes de ahorro previsional colectivo, similares a los planes 401 (k) existentes en los EEUU. Pero este argumento fue sacado posteriormente de esta reforma e incorporado a la Reforma al Sistema Previsional Chileno.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

En Chile la Ley Nº 20.255, 12.03.2008 incorpora como beneficio para los trabajadores la posibilidad de realizar Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC).

El APVC, Nº 3 Título III, DL 3.500. 1980, es un mecanismo de ahorro previsional voluntario, mediante el cual los ahorros realizados por los trabajadores son complementados por sus respectivos empleadores, con el objeto de incrementar los recursos previsionales de dichos trabajadores. El APVC se constituye a través de un contrato de ahorro suscrito entre un empleador, por sí y en representación de sus trabajadores y una Institución Autorizada (AFP, Compañía de Seguros, administradoras de fondos mutuos y de inversión y administradoras de fondos para la vivienda).

El empleador podrá ofrecer a todos sus trabajadores la adhesión a uno o más contratos de APVC. Los términos y condiciones de cada contrato serán convenidos entre el empleador y la administradora o institución autorizada y deberán ser igualitarios para todos sus trabajadores, no pudiendo establecerse beneficios que favorezcan a uno o más de ellos. Vigente el contrato, el empleador quedará obligado a efectuar los aportes y cesará la obligación si el trabajador manifiesta la voluntad de no seguir efectuando los aportes.

Los aportes del empleador deberán mantener la misma proporción en función de los aportes de cada uno de los trabajadores. No obstante, el empleador podrá establecer montos máximos de su aporte, que deberán ser iguales para todos.

La Superintendencia de Pensiones, la SVS y de Bancos e Instituciones Financieras dictaron conjuntamente una Norma de carácter General que determina los requisitos de los contratos y detalla las regulaciones comunes en relación al APVC.

La gran ventaja de este mecanismo para los trabajadores, radica en que permite a quienes reciben rentas medias y bajas acceder a los beneficios tributarios del Ahorro Previsional Voluntario. Por lo tanto, lo aportado por el empleado se puede rebajar del salario antes de impuestos, o en caso contrario recibe un subsidio directo del Estado, equivalente al 15 % de lo ahorrado, siempre que estos fondos se destinen a pensión. Se esperaba que esta norma empiece a funcionar, según Circular Nº 3.446, SBIF 2008, el 01 de octubre del 2008.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Los organismos fiscalizadores cumplirán un rol importante en este proceso, primero que nada deben velar por los ahorros de los trabajadores y por otro lado de que los empleadores no se aprovechen de la representación que tienen de sus empleados, para que no ocurra los casos puntuales de EEUU de aprovechamiento de poder.

Hay que tener en cuenta de que EEUU es un país que contiene una cultura de ahorro y nivel económico que le permite a sus habitantes dejar altos márgenes para ahorrar. Actualmente el trabajador chileno prioriza el ingreso actual versus el ahorro futuro, siendo una barrera importante para la inserción masiva del APVC en chile. Pero a mediano plazo cuando se de a conocer los beneficios de estos planes, y si el crecimiento del país lo permita, tendrá el éxito que los legisladores pretenden. Y cuando esto ocurra el éxito del APVC se deberá a que los empleadores deben tener claridad de los beneficios que implican estos planes, y que los empleados tengan una buena educación financiera para participar, decidiendo cómo, donde y cuánto deben invertir.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# CAPÍTULO III

## "REFORMAS AL MERCADO DE CAPITALES, BASADAS EN LA TEORÍA DE UN MERCADO EFICIENTE"

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 3.1 Mercado de Capitales Perfecto y Mercado de Capitales Eficiente.

Hay dos tipologías de descripción del MK desde el punto de vista de acceso a la información: Mercado de Capitales Perfecto y Eficiente

**Mercado de Capitales Perfecto:** Existe competencia perfecta entre los individuos, por lo tanto, cada comprador y vendedor toman el precio como un dato, o sea son tomadores de precio y no formadores de precio. Existe un perfecto conocimiento de la información de costos, información tecnológica, entre otras, la cual será recibida simultáneamente y sin costos por todos los individuos. Este modelo de mercado sirve para aplicar diferentes teorías intelectuales y modelos de comportamiento de precios, en donde se destaca la "Teoría del Randow Walk" implicando que las próximas modificaciones que se darán en los precios de los activos financieros son independientes de todos los movimientos ocurridos en el pasado, por tanto no hay un diseño predecible que los inversores puedan explotar a su favor. Sólo la aparición de nueva información hará cambiar los precios, y esa información tiene igual probabilidad de que sea buena o que sea mala.

**Mercado de Capitales Eficiente**: Es aquel en que toda la información disponible relevante, se incorpora completa e instantáneamente a los precios de los títulos mobiliarios. Tiene menos supuestos que el mercado perfecto, depende de una definición precisa de información, y el valor de la información es diferente para cada persona dependiendo de si se puede tomar decisiones basadas en el mensaje emitido por la información y los beneficios netos que se obtenga de ella.

Según el economista americano Fama, 1970, en su artículo, *"Efficient capital markets: a review of theory and empirical work"*, expone que a la hora de procesar la información se comprueba que tan eficiente es un mercado. Y además señaló que los precios de los activos están basados en la correcta evaluación de toda la información disponible en ese momento. El economista Roberts (1967) propuso tres formas de eficiencia en los mercados:

**Eficiencia débil**: los precios de mercado actuales reflejan toda la información que puede ser derivada de examinar los datos provenientes de los mercados (precios, volúmenes, entre otras), incorporando por completo información de los precios pasados de las

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

acciones, y estos no tienen por qué tener relación con las rentabilidades futuras. Por ello el cambio del precio en el futuro solo reflejara las noticias del mañana y será independiente del cambio del precio hoy, pero por definición, las noticias son impredecibles y como consecuencia los cambios en precio deben ser también impredecibles y aleatorios.

**Eficiencia Semi – fuerte**: los precios de mercado reflejan toda la información pública que es relevante para la compañía. Los precios sólo deberían reaccionar ante la llegada de nueva información pública a los mercados. Por lo tanto los inversores no pueden ser capaces de mejorar sus predicciones de las fluctuaciones futuras de los precios, si se guían del análisis de noticias macroeconómicas como balances, informes anuales y otras fuentes disponibles para el público.

Si los mercados financieros cumplen este criterio, el análisis fundamental anteriormente mencionado no resulta útil para la selección de una cartera de acciones más rentable que la media del mercado. Este significado tiene una excepción, si un analista perspicaz posee un modelo propio de procesamiento de la información basado en argumentos que están en la información pública y que nadie ha descubierto, creando información adicional por si mismo. Si esta información no se hace pública, la compraventa de valores basado en la información descubierta resultará rentable en el criterio de mercados semifuertes.

**Eficiencia Fuerte**: los precios de la compañía reflejan toda la información, pública y privada, que es relevante para la compañía.

En consecuencia nadie puede beneficiarse de ninguna de las dos informaciones, menos de la información privilegiada (privada) o de la generada por analistas perspicaces.

## 3.2 Principales Índices Bursátiles de la Bolsa de Valores.

Para el desarrollo del capítulo cuarto de este seminario, se necesita dar a conocer dos de los principales índices bursátiles, el IPSA y el IGPA. Estos índices, y en general todos los que componen la bolsa, han sido diseñados en concordancia a los estándares internacionales de cálculo, ponderando sus sociedades componentes, considerando su

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

patrimonio bursátil ajustado por free–float, por lo tanto, el peso de cada sociedad en el índice es medido por la disponibilidad efectiva de acciones en el mercado. El ajuste de estos, se efectúa ante la ocurrencia de variaciones de capital, definiéndose como rentabilidad total. Para ver que sociedades deben componer la cartera del índice, se revisa y ajusta cada uno, el último día hábil de diciembre de cada año, pero cada índice tiene su criterio de ajuste, según la Bolsa de Santiago online, 2008.

**IPSA.**

Acá se seleccionan cuarenta sociedades con los mayores montos transados en la bolsa, ponderados trimestralmente, siempre y cuando superen los US $ 200.000.000 (para convertir en peso, se toma el dólar observado al día de revisión de la cartera). Así, el respectivo monto transado ponderado anual (MTPA) se calcula de acuerdo a la siguiente fórmula:

MTPA= 0,45*MT4+0.30*MT3+0,15*MT2+ 0,10*MT1

Donde:

MT4 = Monto transado del cuarto trimestre del año de selección.
MT3 = Monto transado del tercer trimestre del año de selección.
MT2 = Monto transado del segundo trimestre del año de selección.
MT1 = Monto transado del primer trimestre del año de selección.
Fuente: Gerencia de Planificación y Desarrollo Bolsa de Comercio de Santiago, 2007.

Para el cálculo del monto transado en cada trimestre, se toman solamente las transacciones efectuadas por el sistema Telepregón con condición de liquidación contado normal, excluyéndose las transacciones de acciones sin derecho a beneficios de capital, y si hay en la selección más de una serie de un mismo emisor se considera solo la de mayor MTPA.

**IGPA.**

El monto transado anual de las sociedades seleccionadas a participar en este índice debe ser mayor a UF 10.000 y la presencia bursátil simple de éstas a la fecha de

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

revisión debe ser mayor o igual a 5 %, considerándose las transacciones efectuadas en el sistema Telepregón con condición contado normal, excluyéndose las transacciones de acciones sin derecho a beneficios de capital y las sociedades donde la adquisición de sus acciones tenga como uno de sus principales objetivos hacer uso de sus instalaciones (Clubes sociales, clubes deportivos o colegios, entre otros).

Existen tres subconjuntos del índice IGPA: IGPA LARGE, IGPA MID e IGPA SMALL.

El método utilizado para dividir las sociedades catalogadas en el IGPA, depende del monto en Dólares de la capitalización bursátil de éstas (considerándose el Dólar Observado al día de revisión de la cartera, para la transformación a pesos):

| **CLASIFICACIÓN** | **CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL** |
|---|---|
| IGPA Large | igual o superior a US $ 1.500.000.000 |
| IGPA Mid | igual o superior a US $ 500.000.000 pero inferior a US $ 1.500.000.000 |
| IGPA Small | Inferior a US $ 500.000.000 |

Fuente: Elaboración propia basada en índices Bursátiles, Bolsa de Comercio de Santiago, 2007.

En el caso de sociedades que poseen acciones seriadas, se considera sólo aquella serie que presente mayor liquidez.

**INTER – 10.**

Se seleccionan las 10 sociedades que transando ADRs y perteneciendo al IPSA, presenten los mayores montos transados ponderados (MTPA) en la Bolsa de Comercio de Santiago, considerándose sólo transacciones efectuadas en el sistema Telepregón con condición de liquidación contado normal, excluyéndose las transacciones sin derecho a beneficios de capital.

Se considera la serie con mayor presencia bursátil para aquellas que pertenecen a un mismo emisor.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Índices Sectoriales: BANCA, CONMODITIES, COMUNICACIONES Y TECNOLOGÍA, CONTRUCTORAS E INMOBILIARIAS, CONSUMO, INDUSTRIAL, RETAIL Y UTILITIES.**

Las sociedades que a la fecha de evaluación registran Presencia Bursátil Ajustada mayor o igual a 25 % componen los índices sectoriales. Para el caso particular de aquellas sociedades que se abrieron a la bolsa durante el año de revisión, el cálculo se basa a los últimos 120 días de Presencia Bursátil Ajustada. Para la situación de acciones seriadas, si dos o más sociedades cumplen el requisito anterior, se considera sólo aquella serie con mayor capitalización Bursátil Ajustada por Free Float, el cual consiste en el porcentaje de las acciones suscritas que se encuentran disponibles para ser adquiridas por el mercado, es decir, aquella parte de la sociedad que no es propiedad de los accionistas controladores.

Si las sociedades que componen estos índices pertenecen a más de una industria, cabe el requisito de la concentración del 50% o más de sus activos, para catalogarla en un índice sectorial específico que pertenezca a las industrias incluidas en estos índices. Si se produce la disyuntiva en que dos sociedades pertenecientes a un mismo sector invierten entre si, cuyo porcentaje de inversión de la primera sobre la segunda, corresponde al 50% o más de los activos de la primera, se excluye la sociedad que cuente con menor capitalización Bursátil Ajustada por Free Float.

## 3.3 Principales Reformas al Mercado de Capitales.

Diversos sucesos han provocado que el gobierno interceda para cubrir o subsanar falencias del mercado de capitales. Las medidas generadas por estos acontecimientos intentan que el mercado actúe de manera eficiente, dando una imagen de transparencia y de seguridad a la hora de invertir.

Por años el mercado de capitales, a través del Ministerio de Hacienda, se ha ido adecuando a los cambios externos, tecnológicos y logísticos, para poder facilitar el flujo de recursos en forma rentable, y a la vez con estudios específicos lograr conocer con anterioridad posibles resultados, características primordiales de un mercado eficiente (basado en la información disponible).

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

A continuación se darán a conocer las reformas adoptadas por el gobierno, en materia de Mercado de Capitales.

### 3.3.1 Reforma al Mercado de Capitales I.

Una de las causas mas importantes que dieron origen a la Ley 19768 (MKI) publicada en el diario oficial el 07 de noviembre del año 2001, era la iliquidez que existía en el mercado chileno, ya que se detuvo el crecimiento y comparado con sus pares, incluso con mercados latinos, el nuestro iba en decadencia y a tasas muy por debajo de países en vías de desarrollo. En ese contexto histórico, el país no daba señales de producir cambios radicales para solucionar este problema, obstaculizando el crecimiento del mercado traduciéndose en una baja participación en el PIB. Entre las principales causas encontramos:

- El enorme tamaño alcanzado por los fondos de pensiones, recursos que se concentraban en pocas manos, produciéndose iliquidez, debido a una regulación atrasada. Uno de los puntos era la regulación de rentabilidad mínima, que se constituye en una especie de cartel a donde asignar los fondos, por lo tanto, las AFP pequeñas solo podían seguir a las grandes para evitar pérdidas, por lo que el riesgo tomado por estas es muy bajo.

- Regulación muy rígida para el ingreso de empresas a la bolsa, lo cual provocaba que el mercado accionario tuviera una pobre participación en el PIB. Un ejemplo claro es el sector minero, siendo uno de los que producía mayores ingresos al país, su participación era escasa.

- No existía una industria de capital de riesgo, ni instancias que incentivaran a la creación de nuevas empresas orientadas a buscar capital en el mercado, modernizando las empresas tradicionales y familiares.

- Los altos costos de registro y pocos demandantes no lograban entusiasmar a pequeñas y medianas empresas a listarse en la bolsa.

- Sectores representativos de la bolsa fueron afectados (1997) por problemas

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

puntuales en cada uno de ellos, como fueron la guerra tarifaría en el sector telecomunicaciones, apreciación de la moneda nacional para el sector exportador, la sequía y la guerra de gasoductos al sector eléctrico. Estas dificultades afectaron la rentabilidad en cada uno de los sectores antes mencionados.

- Las pocas posibilidades de diversificación de las inversiones de las AFP, debido a la regulación imperante, conllevaba a que el portafolio de estas no se tranzaran de la mejor manera, por las restricciones impuestas por su superintendencia a los instrumentos elegibles (límites por emisor e instrumentos, activo contable depurado, etc.). Aunque las autoridades reguladoras hayan aumentado el abanico de instrumentos domésticos y el límite de inversiones en el extranjero no fue suficiente.

- El riesgo alto para invertir en empresas nacionales y bolsas menos competitivas por sobrerregulación, las AFP preferían invertir en el extranjero, a través de la diversificación y acceder a mercados con mayor liquidez (menores primas de riesgo). La política de globalización de chile hacia necesario ponerse a la par con centros internacionales para beneficiar a inversionistas e instrumentos.

- La concentración de propiedad de grandes empresas, debido a consolidaciones, fusiones y adquisiciones. Aunque fue beneficioso en algo, atracción de intereses de mega empresas internacionales, la debilidad institucional de nuestras bolsas contrastaba con la imagen que quería dar el país. El periodo de transición a un nuevo régimen de protección del accionista minoritario contribuyo a exacerbar el exceso de consolidación con el fin de capturar una mayor prima de control de parte de controladores.

- No existían incentivos para personas naturales e inversionistas institucionales para invertir en la bolsa debido a las altas tasas marginales de impuesto y a la inclusión de las ganancias de capital en la base del imponible. Existía un sesgo en contra del capital accionario y a favor de otros activos como instrumentos de ahorro (bienes raíces).

  El art.57 bis remozado y la eliminación de los incentivos tributarios a la inversión bursátil en 1998, remplazados por un régimen transitorio (1999 – 2002) no fueron

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

incentivos suficientes para revertir el desinterés por invertir en instrumentos accionarios chilenos.

En síntesis el mercado de capitales chileno estaba basado en una gran participación de las transacciones de acciones de grandes empresas de servicios públicos y otras empresas que accedieron a mercados internacionales (ADR de Nueva York) y a la mayoritaria participación de los inversionistas institucionales en la provisión de liquidez al mercado. Poca competencia entre inversionistas institucionales por rentabilidades de corto plazo en un entorno sobrerregulado y por los fondos de inversión forzados por la regulación poco flexible disminuyeron las transacciones y la liquidez del mercado, además por los sucesos socioeconómicos sucedidos tanto en Chile como en el extranjero. Además de las fusiones de grandes empresas que tenían influencia en la bolsa provocaron un ambiente de desprotección de los inversionistas minoritarios, problemas específicos en sectores del mercado, como por ejemplo el eléctrico, telecomunicaciones, etc., y por un sistema tributario que no incentivaba la inversión para personas naturales e inversionistas no residentes.

#### 3.3.1.1 Principales medidas adoptadas en la Reforma de MKI

Los ejes centrales de la reforma MKI se pueden clasificar en dos proyectos, el institucional y el tributario, los cuales se crearon con la clara intención de potenciar y favorecer a un mayor ahorro, una mayor y más eficiente inversión, y mejores posibilidades de crecimiento y de empleo en el país.

El proyecto institucional se refiere directamente a la desregulación y mayor eficiencia del mercado de capitales, y flexibiliza las inversiones de los fondos mutuos y compañías de seguros; crea la figura de Administradora General de Fondos; facilita la internacionalización de la banca, y perfecciona la Ley de Sociedades Anónimas y Fondos de Inversión.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Los principales tópicos del proyecto Institucional son los siguientes:**

- **Desregulación de Fondos Mutuos:** Los cambios en la administración de Fondos Mutuos tienen relación con la flexibilización de limitaciones que impiden el diseño de portafolios de inversión eficientes, junto con reforzar las exigencias en materia de la divulgación de información a los partícipes del fondo y las responsabilidades de las administradoras.

- **Perfeccionamiento a la Ley de Bancos**: La ley general de Bancos se modifica con el objeto de introducir cambios tendientes a aumentar la competencia al interior de la industria mediante cambios al patrimonio efectivo, al límite de endeudamiento y a exigencias a los accionistas.

- **Creación de la Figura de la Administradora General de Fondos**: La figura de la Administradora General de Fondos permitirá que bajo una misma sociedad administradora se puedan administrar fondos de distinto tipo, permitiendo así llevar a cabo una mejor asignación de recursos para la administración de fondos al compartir y optimizar los recursos usados dentro de los fondos administrados y mejorar la calidad del proceso de toma de decisiones de inversión.

El proyecto tributario por su parte se refiere, entre otras disposiciones, a la eliminación del impuesto a las ganancias de capital para acciones, la flexibilización del ahorro voluntario, un nuevo tratamiento del impuesto de timbres y estampillas para los bonos de corto plazo, y normativas sobre la bolsa emergente.

Además agrega nuevas fuentes de financiamiento a empresas de tamaño mediano y a proyectos sin historia, a través de beneficios tanto para los empresarios emergentes como para la sociedad en su conjunto, con mayores inversiones, ingresos u empleos.

Se eliminan distorsiones que afectaban a las empresas de menor tamaño y a proyectos de inversión emergentes en su capacidad de acceder a capitales externos.

En síntesis la reforma apunta a nivelar el campo de acción para las empresas de menor tamaño, las cuales contaban con pocas fuentes de financiamiento.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Los principales tópicos del proyecto tributario son:**

- **Flexibilización del ahorro voluntario:** consisten en la incorporación incentivos tributarios, mediante la entrega de beneficios al ahorro voluntario que efectúen los trabajadores dependientes e independientes. El incentivo consiste en rebajar de la base imponible de los trabajadores el ahorro voluntario para la vejez en una serie de instrumentos del mercado de capitales.
- **Venta Corta de Acciones y Bonos:** Se otorgan facilidades tributarias para la venta corta o préstamos de valores al considerar como no constitutivo de renta el mayor valor que se produzca en la enajenación de bonos y acciones (que cumplan el requisito de presencia bursátil), producto de la operación.
- **Exención del impuesto a la ganancia de capitales:** Se exime del impuesto a las ganancias de capital a las enajenaciones de acciones de sociedades anónimas abiertas, siempre y cuando tales acciones cuenten con presencia bursátil, las transacciones se realicen en una bolsa de valores del país o de acuerdo a las normas que regulan un proceso de oferta pública, y los títulos hayan sido adquiridos originalmente en una bolsa de valores del país, a través de una OPA, o en un proceso de colocación de acciones de primera emisión. Esta exención se hará extensiva a la enajenación o rescate de cuotas de fondos mutuos y de inversión cuya cartera en promedio esté constituida en al menos un 90% por acciones de alta presencia bursátil.
- **Exención del impuesto a la Ganancia de Capital para Empresas Emergentes:** Con el fin de crear alternativas de financiamientos para proyectos emergentes, novedosos e innovadores, se establecen incentivos tributarios para las empresas emergentes, por un lapso de tres años y hasta el año 2006, se exceptúa el mayor valor que resulte en la enajenación de acciones inscritas en el registro de valores que sean transadas en mercados para empresas emergentes organizados en alguna de las bolsas de valores del país, siempre que dichas empresas se abran a la bolsa cumpliendo algunos requisitos mínimos de desconcentración y dispersión.
- **Eliminación del Impuesto de la Intermediación Bancaria Transfronteriza:** Se elimina el impuesto de 4% a los intereses aplicados sobre los créditos cuyo uso final sea el otorgamiento de créditos en el extranjero.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- **Rebaja del Impuesto sobre los Intereses para Inversionistas Extranjeros:** Se disminuye el impuesto de 35% a 4% a los intereses para instrumentos de renta fija, denominados en moneda local y adquiridos en bolsa por inversionistas institucionales extranjeros. Todo esto con el objeto de facilitar el financiamiento de empresas que no logran acceder al mercado de emisiones en el exterior y como forma de aprovechar la liquidez del mercado del mercado domestico.
- **Efectos de Comercio**: Las empresas podrán inscribir un programa de emisiones de efectos de comercio o bonos de manera que el pago máximo del impuesto de timbres y estampillas sea equivalente al 1,2% del monto registrado, independiente del plazo del programa.

  Desregulación de la industria de seguros, favoreciendo la autorregulación en nuestro mercado de seguros mediante la creación de depósitos de pólizas, la incorporación de mecanismos modernos de medición de riesgo de cartera y aumento en las responsabilidades de directorio. Al mismo tiempo, se flexibiliza la ley de seguros en materia de inversiones con el objeto de entregar a las compañías aseguradoras las herramientas que requieren para actuar con la velocidad y libertad que demandan decisiones eficientes en los mercados financieros modernos.

#### 3.3.1.2 Modificaciones Tributarias del Mercado de Capitales I.

| Decreto Ley | Modificación de Artículos | Nuevos Artículos | Objetivos |
|---|---|---|---|
| DL/824 | 17 Nº 8 | | Facilitar la ejecución de las operaciones de venta corta o préstamos de valores. |
| DL/824<br><br>DL Nº 1.328/76 | Adecuaciones a la Normativa de Fondos Mutuos | 18 ter y quater | Incentivar una mayor participación, profundidad y liquidez en el mercado accionario local. |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| Decreto Ley | Modificación de Artículos | Nuevos Artículos | Objetivos |
|---|---|---|---|
| DL 19.768/01 | | Art.Tran.Nº 4 | Facilitar e acceso a financiamiento de largo plazo por las empresas emergentes e innovadoras. |
| DL/ 824 | 17 Nº 3 | 42 Ter. | Eliminar distorsiones creadas por la normativa tributaria vigente a la fecha, en lo relativo a seguros dotales y a los excedentes de libre disposición. |
| DL 3.500/1980<br><br>DL/ 824 | Se modificó la ley de administración de fondo de pensiones.<br><br>Artículo 42 bis. | | Intención de extender los beneficios tributarios a los afiliados interesados en potenciar el ahorro voluntario a través de estos mecanismos. |
| DL 3.475/80<br><br>Ley 18.045/81 | Se modifico la Ley de Timbres y Estampillas.<br><br>Correcciones a la Ley de Valores. | | Abrir espacio y oportunidad a nuevas formas de financiamiento para las empresas y promover una mayor competencia en el mercado de las fuentes de financiamiento de corto plazo. |

Fuente: Elaboración Propia en base a Ley 19.768 Reforma al Mercado de Capitales I.

Sin duda que la reforma de mercado de capitales I fue un paso indispensable para el desarrollo de la economía nacional, sin embargo quedaron pendientes para aprobación, la indicación al proyecto de Ley de Limites de las AFP que contempla la modificación al Decreto Ley 3.500 sobre multifondos de Pensiones, la eliminación de las propuestas

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

sobre Activo Contable Depurado y de los Limites Indirectos por Emisor, y finalmente la indicación a la ley de bolsa de Productos Agrícolas.

### 3.3.2 Reforma al Mercado de Capitales II

Hacia fines del año 2001 la sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA), en conjunto con el Gobierno iniciaron el trabajo de la denominada Agenda Pro Crecimiento, que tenía como objetivo dar un reimpulso al crecimiento económico potencial de nuestra economía. Luego de una serie de discusiones entre la entidad gremial y el gobierno, nació a fines de junio del año 2003 el proyecto de Ley denominado Reforma al Mercado de Capitales II.

La Agenda pro crecimiento tenía como principios:

- Eliminar diversas distorsiones del sistema tributario, profundizando el impuesto en base al consumo.

- Promover la competencia sana, lo que redunda a favor de los usuarios finales. Si el retorno sobre el capital de una empresa es excesivo, entonces no hay un sistema de incentivos para que opere la competencia, debido a una regulación excesiva, características especiales del mercado, barrera a la entrada u otros. Para ello se deberían sacar los cortafuegos o barreras para que las instituciones puedan desafiar segmentos de otros actores protegidos por la regulación. La libre entrada a redes y sistemas de pago, estimulan a una rivalidad sana entre los actores del mercado.

- Incentivar al desarrollo del capital de riesgo, creando nuevos beneficios tanto para empresas que se crean como para los inversionistas que depositan la confianza en ella.

- Existían leyes extremadamente detallistas que no permitían flexibilidad en el mercado financiero y de capitales, ejemplo DL 3.500.

- Se debía avanzar desde un enfoque regulatorio preventivo ex ante, hacia uno de fiscalización ex post, basado en la responsabilidad de los actores y altas multas. Para ello ambos sectores, público y privado, se deben conceder confianza mutua.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- Fortalecimiento del ahorro previsional voluntario. Si bien la reforma al mercado de capitales I dio un paso importante sobre este tema, poco a poco se a estado perfeccionando con la reciente incorporación del Sistema de Ahorro Previsional tipo 401 (k) de Estados Unidos.

Con estos principios habría mayores grados de rivalidad competitiva entre sectores específicos privados, que irían en directo beneficio del usuario final. Además el estado debe abandonar instrumentos y métodos de fiscalización que inducen a una distorsión a nivel microeconómico en el sistema financiero, y las superintendencias deben evolucionar a exigir mayores responsabilidades y altas multas a infractores, fiscalización ex post. También se debía perfeccionar el incentivo al capital de riesgo y fortalecer el APV.

Además el caso de gran connotación social CORFO – INVERLINK, que cuestionó el sistema de control del sistema financiero, hizo que se respaldara la creación de ésta Ley, proponiéndose varias medidas para incentivar que los instrumentos de más alto valor se trancen en forma electrónica y perfeccionar los mecanismos de control.

#### 3.3.2.1 Contenidos de la Reforma.

La Reforma al Mercado de Capitales II (MKII) es una Ley que estuvo en tramitación cuatro años en el congreso aproximadamente. Fue presentada al congreso en junio del año 2003; se aprobó el 21 de junio del siguiente año por la Cámara de Diputados. El segundo trámite constitucional fue aprobado por la cámara revisora (Senado) el 23 de enero del 2007; y el tercer trámite constitucional fue aprobado por la cámara de origen el 21 de marzo del mismo año. Después fue revisado por el Tribunal Constitucional que lo aprobó el 03 de mayo de 2007. La fecha de promulgación por el poder ejecutivo fue el 17 de mayo de 2007 y fecha de publicación en el diario oficial el 05 de junio del 2007.

Esta Norma, según el poder ejecutivo, contiene tres objetivos fundamentales:

- Promover el acceso al financiamiento de empresas de capital de riesgo y PYMES.
- Fortalecer la seguridad en el mercado de valores.
- Promover el desarrollo del mercado financiero.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

#### 3.3.2.1.1 Promover el acceso al acceso al financiamiento de empresas de Capital de Riesgo y PYMES.

**Capital de Riesgo.**

Según Brealey y Myers (1998) define al Capital de riesgo como *"Una inversión en capital de jóvenes compañías privadas. Tal fuente de fondos puede ser suministrada por asociaciones especialistas en capital de riesgo, por instituciones inversoras o por particulares adinerados, quienes están preparados para arriesgarse en una compañía. Las compañías de capital de riesgo pueden financiar a las empresas que están en una etapa crítica de su crecimiento, antes de que sean suficientemente grandes como para ofrecer acciones al público"*

Lo que quiere el capitalista de riesgo es lograr un alto retorno de la inversión, su mayor incentivo, compensado por la incertidumbre del nuevo negocio. Las inversiones en capital de riesgo se caracterizan por el periodo extenso de inversión, de 3 a 7 años, y los ingresos se retiran bajo la forma de una ganancia, al final de la inversión, que por lo general hay excedentes de ganancias (Ingresos netos acumulados mayor que inversión).

Entre las ventajas del capital de riesgo, especialmente para las PYMES, se pueden mencionar:

- Acceso a inversiones que de otra manera no estarían disponibles.
- Disminución del riesgo asociado a estas empresas a través de la formación de fondos de capital de riesgo que manejan portafolios diversificados.
- Asesoría no financiera como consejos, monitoreos, contactos, información, entre otros.
- Proporciona a los inversionistas un retorno compatible con el riesgo asumido.

Por lo tanto estas ventajas proporcionan un crecimiento y diversificación de la industria de fondos de inversión, incrementando las alternativas de ahorro para los inversionistas, en donde las empresas llegan mejor preparadas para hacer oferta pública

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

de sus emisiones. Si hay varias empresas que superan la etapa de capital de riesgo, habrá un mayor número de entidades que requieren participar en el mercado de valores.

**Etapas de financiamiento de la Empresa Emergente y principales Obstáculos para el Desarrollo de éstas.**

| **Nivel** | **Etapas del Financiamiento de Capital de Riesgo** | **Características de la Etapa** | **Formas de Financiamiento** |
|---|---|---|---|
| **Nivel 1 (Inicio)** | Semilla | Elaboración de un concepto. Raramente involucra el desarrollo de un producto | -Socio estratégico<br>-Dinero interno<br>- Amigos y familia<br>- Ángeles<br>- Fomento estatal |
| | Stard – Up | Desarrollo del producto e inicio del marketing | |
| **Nivel 2 (Rondas Sucesivas)** | Primera Ronda | Inicio de Venta y Producción | -Socios estratégicos<br>- Fondos de Inversión e Institucionales<br>-Banca Comercial<br>-Prestamistas basados en activos<br>-Fomento estatal |
| | Segunda Ronda | En estas rondas se comprueba el éxito del producto. Producción crece rápidamente, pero no necesariamente se obtienen utilidades. Financiamiento para capital de trabajo y ampliaciones sucesivas en la escala de producción. | |
| | Tercera Ronda | | |
| | Cuarta Ronda | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| **Nivel** | **Etapas del Financiamiento de Capital de Riesgo** | **Características de la Etapa** | **Formas de Financiamiento** |
|---|---|---|---|
| **Nivel 3 (Expansión)** | Mezzanine | Expansión explosiva de la producción y se visualiza un punto de equilibrio en las utilidades | -Socios estratégicos<br>- Fondos de Inversión e Institucionales<br>-Banca Comercial |
| | Financiamiento Puente | Empresa busca abrirse en bolsa en 6 a 12 meses (en espera de condiciones óptimas y reestructuración) | -Prestamistas basados en activos<br>-Deuda Pública<br>-Papeles comerciales<br>-Fomento estatal |
| **Nivel 4 (Salida)** | Salida | Apertura en Bolsa, adquisición o Fusión | -Bolsa de Valores<br>-Adquisición por otra empresa |

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, 2002.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Principales Obstáculos al Crecimiento de la Industria del Capital de Riesgo**

| Nivel | Etapas del Financiamiento | Obstáculos Oferta de Fondos | Obstáculos Demanda de Fondos |
|---|---|---|---|
| **Nivel 1 (Inicio)** | Semilla | -Empresas con bajos incentivos a destinar recursos a proyectos<br>-Pocos incentivos reales para la participación de familias o ángeles | - Bajo conocimiento generalizado en la preparación y evaluación de proyectos por parte de los generadores de ideas<br>- Escasos vínculos establecidos entre empresas e inversionistas<br>-Universidades desligadas de la realidad empresarial<br>-Baja transformación de ideas en empresas<br>-Excesiva aversión al riesgo |
| | Stard – Up | -Estándares bancarios poco favorables para financiamiento a empresas sin historia<br>- Instrumentos de fomento ligados en la práctica a Pymes más que a innovación<br>-Faltan incentivos a capitales extranjeros<br>-Aislamiento entre fondos de inversión e inversionistas de mayor peso relativo<br>-Tributación no incentivadota | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| **Nivel** | **Etapas del Financiamiento** | **Obstáculos Oferta de Fondos** | **Obstáculos Demanda de Fondos** |
|---|---|---|---|
| **Nivel 2 (Rondas Sucesivas)** | Primera Ronda<br>Segunda Ronda<br>Tercera Ronda<br>Cuarta Ronda | | -Bajo estímulo a la instalación de emprendedores extranjeros<br>-Tributación sin muchos incentivos |
| **Nivel 3 (Expansión)** | Mezzanine | -Bajo compromiso del Estado como socio estratégico en capital de riesgo<br>-Faltan instrumentos financieros hechos a medida para estas empresas<br>-Legislación para inversionistas institucionales inflexible y adversa al riesgo | -Incentivos insuficientes a la importación de bienes intensivos en tecnologías<br>-Bajo desarrollo de mercado de analistas especializados en empresas emergentes, auditorias especializadas en empresas innovadoras |
| **Nivel 4 (Salida)** | Salida | -Ausencia de un marco tributario al emprendimiento<br>-Baja participación de personas en el mercado de capitales | -Alto costo de listarse en bolsa |

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros Chile, 2002.

Los problemas se radican principalmente que hay información asimétrica entre empresarios e inversionistas, en lo que respecta a proyecciones futuras de la empresa, porque existe poca o nula información histórica y los estándares contables no suelen

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

reflejar en forma adecuada la situación financiera de la compañía. Por ello se dificulta el acceso a mecanismos tradicionales de financiamiento, por parte de inversionistas institucionales. Además se evidencian trabas burocráticas, es decir, no se crean instancias para reunir a inversionistas con empresarios emergentes, y entre estos últimos con centros de investigación. También, existe un problema estructural asociado con la educación superior, es decir las herramientas que se entregan en estas no favorecen la creación de una cultura empresarial.

Uno de los puntos más importantes de la Ley Nº 20.190, es el "Beneficio tributario al Capital Semilla y de Riesgo (PYMES), que se traducen en ingresos no renta el mayor valor obtenido por el Fondo de Inversión correspondiente a enajenación de acciones de sociedades anónimas cerradas o sociedades por acciones, que no se transen en la bolsa. Esta medida apunta a emprendedores, inversionistas nuevos y pequeños, a las nuevas sociedades por acciones bajo creación o transformación a este tipo de sociedades, como también inversionistas que invierten en capital de riesgo a través de fondos de fondos de inversión. Lo antes señalado se otorga, si se cumplen los requisitos del art.1ro de las disposiciones transitorias de la Ley en cuestión, amparado por la circular 34 de 20.07.2007, emitida por el SII.

De la Circular 34, se puede concluir que el estado proporciona a determinados inversionistas franquicias tributarias, según el Manual de Consultas Tributarias, 2007:

- Calificar como un ingreso no constitutivo de renta los beneficios obtenidos por medio de los fondos de inversión de la ley Nº 18.815, salvo los fondos de inversión privados, producto de la enajenación de acciones de empresas que cumplan determinadas condiciones, entre ellas, que no registren ventas superiores a 400.000 unidades de fomento.

- Deducir del precio de venta de determinadas acciones un costo presunto relacionado con las operaciones efectuadas por los fondos de inversión.

- Calificar como un ingreso no constitutivo de renta parte de los beneficios obtenidos por medio de los fondos de inversión privados, producto de la enajenación de

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

acciones de determinadas empresas que cumplan determinadas condiciones, entre ellas, que no registren ventas superiores a 200.000 unidades de fomento.

**CORFO invierte en la Industria de Capital de Riesgo.**

La mejor forma de apoyo al capital de riesgo es a través de aportes de capital. Antes de la promulgación de esta ley, la entidad en cuestión participaba en capital de riesgo otorgando préstamos, instrumento que no permitía compartir riesgo y por ende no podía retirar la inversión una vez terminado el rol de fomento.

El artículo 19 del MKII, amparada por la Ley Nº 18.815, da la posibilidad a CORFO de poder invertir en cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo. Esta medida es consecuencia de buenas prácticas internacionales, que demuestra que la mejor forma del crecimiento de la industria de capital de riesgo es a través del Capital. También es una herramienta necesaria para que las PYMES obtengan financiamiento.

La autorización tiene vigencia de 7 años a contar de la fecha de publicación de esta Ley, pero para pagar las cuotas de inversión esta institución tiene plazo de cuatro años después de expirado el plazo inicial.

Para que se haga la inversión se deberán cumplir ciertos requisitos:

Plazo de duración de los fondos no superior a 14 años y sus activos deberán encontrarse invertidos mayoritariamente en S.A cerradas y SPA, que no tengan mas de siete años de existencia y cuyas ventas no excedan las 400.000 UF.

- Las autoridades de CORFO que tomen la decisión de adquisición y enajenación de cuotas, deben responder como administradores de fondos de tercero.

- El valor total que CORFO puede invertir en cuotas y compromisos de suscripción de cuotas no podrán superar las 2.000.000 UTM, pero si el ministerio de hacienda lo autorizada puede llegar a un tope de 3.500.000 UTM.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- No puede ser superior al 40 % de las cuotas emitidas y pagadas la inversión de CORFO en cuotas de un Fondo en particular.

- La inversión deberá efectuarse a través de uno o más programas de fomento a la industria de capital de riesgo.

- Las inversiones de CORFO se publicarán una vez al año.

**Bancos y la inversión en el capital de riesgo.**

Un problema clave en la industria de capital de riesgo es la falta de financiamiento. Por ello, los bancos cuando estaba en gestación esta norma, manifestaron el interés en participar como inversionistas en esta área, además de su rol de prestamista. Por ello esta ley trae implícita la autorización a la Banca a invertir en estas empresas, a través de filiales, hasta el 1% de sus activos en fondos de inversión de capital de riesgo, fondos que son captados por ellos mismos de sus clientes, explicando el techo de inversión de sus activos. Para incentivar la inversión de estas entidades, se flexibilizan las normas de inversión de estos fondos, permitiendo una mayor diversificación, con el objeto de aumentar la participación de esta entidad en el financiamiento del capital de riesgo.

También se autoriza a las Cooperativas de ahorro y crédito a otorgar mutuos e invertir en mutuos hipotecarios de otras instituciones de la industria (artículo 16 del MKII).

**Bolsa Emergente: extensión del beneficio hasta el 2014.**

Para fomentar la entrada de capitales a empresas riesgosas, se debe facilitar su salida cuando las inversiones maduren, permitiendo que los inversionistas especializados sean reemplazados por otros y retornen a una nueva generación de empresas riesgosas. Por ello se extiende el plazo del beneficio tributario a la bolsa emergente por 8 años adicionales, completando la cadena de financiamiento, desde el emprendimiento del precursor del negocio, pasando por financiamiento a través de recursos de familiares, de inversionistas ángeles o de fondos de inversión, hasta la posible apertura a bolsa.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Modificaciones en la Ley Nº 19.815, sobre Fondos de Inversión.**

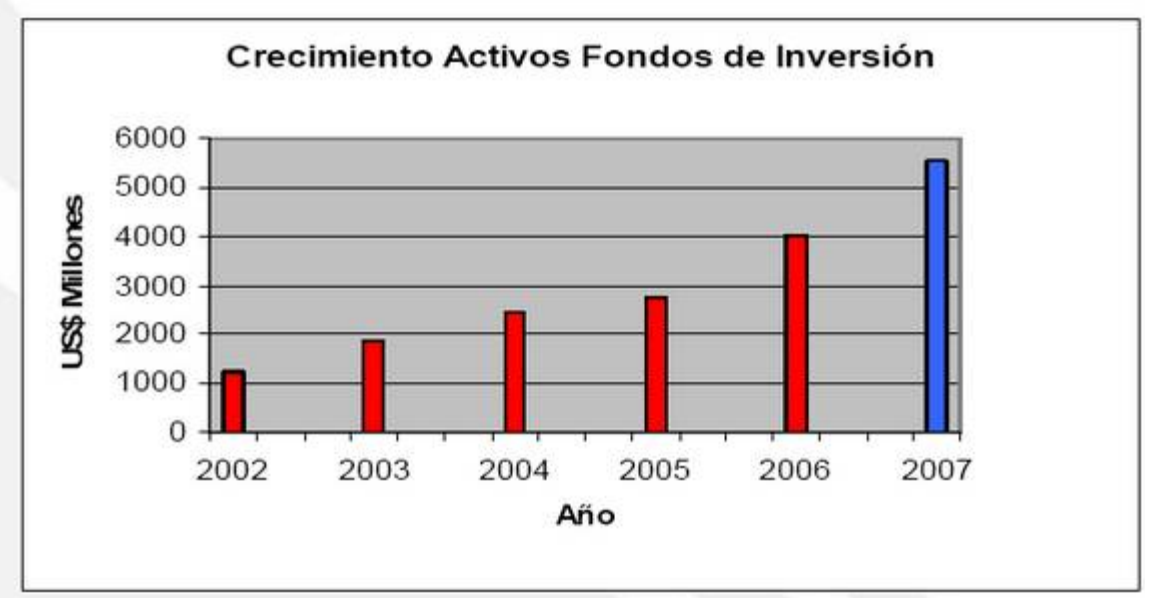
Para dar una mayor profundización al análisis del financiamiento al capital de riesgo implantado por la Ley de Mercado de Capitales II, en el artículo 8º de ésta, contiene las modificaciones a la Ley Nº 18.815 sobre Ley de Fondos de Inversión. Dentro de las principales modificaciones incluidas en este artículo se encuentran:

**1).- Inversiones de los Fondos Públicos**.

Primero que nada se debe tener presente algunas características de los fondos de inversión públicos, entre las que se encuentran: patrimonio integrado por aportes de personas naturales e institucionales para su inversión en valores de Oferta Pública de cuotas, 50 o más aportantes, fiscalizado por SVS, administrado por Sociedades Especiales y regidos desde el título I al IV del la Ley Nº 18.815.

A junio del 2007, los activos administrados en este tipo de fondo quintuplicaban a la cifra del año 2002. La gráfica lo demuestra:

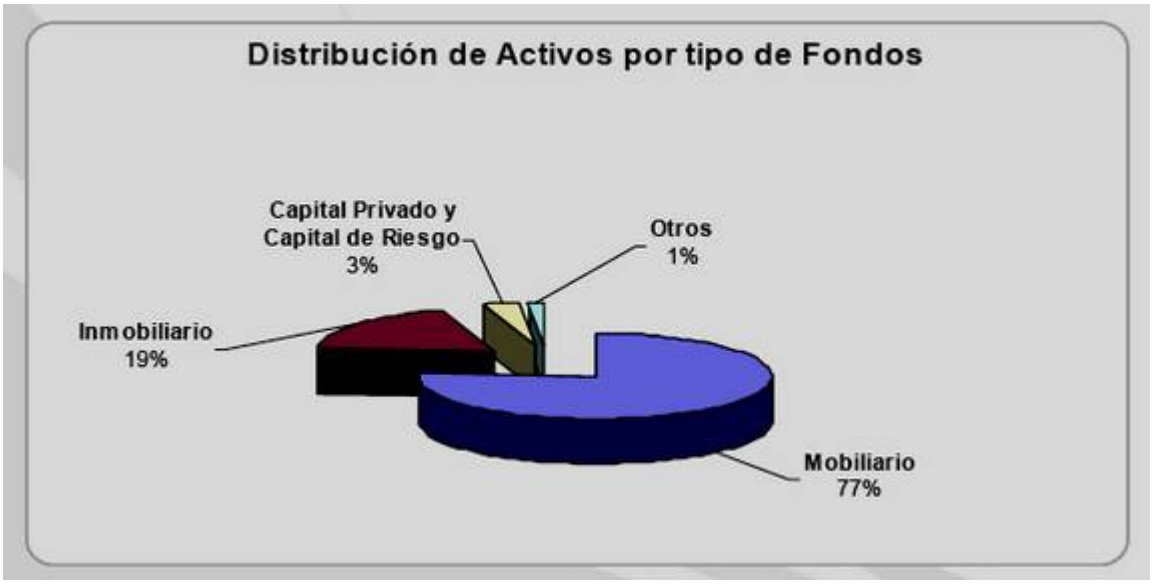
El porcentaje correspondiente a cada categoría de activos que componen los fondos públicos son:




Fuente: ACAFI – Feller Rate, 2007.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

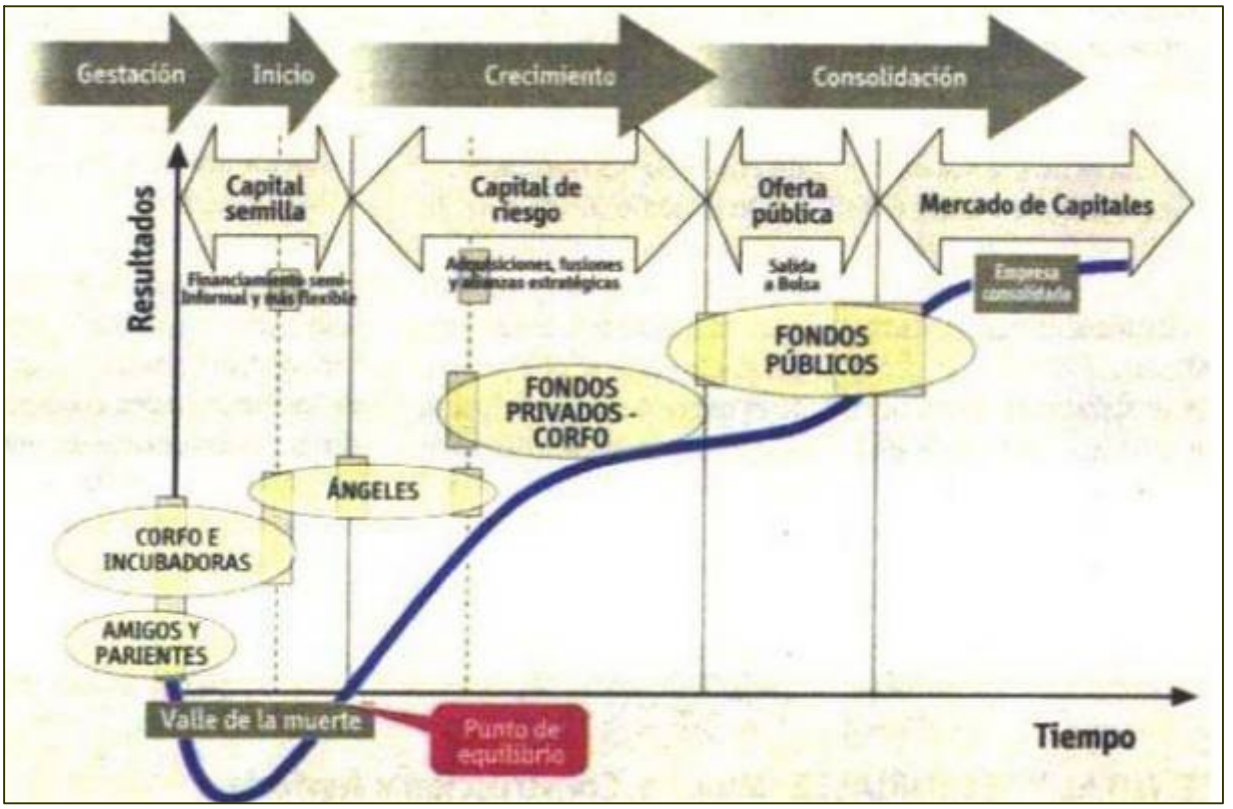
El porcentaje correspondiente a cada categoría de activos que componen los fondos públicos son:




Fuente: ACAFI – Feller Rate, 2007.

Estos fondos desde el 2002 a junio del 2007, han crecido en un 60%, pasando de 31 fondos a 52 fondos respectivamente. El promedio de aportantes en los 52 fondos es de 77, destacando entre ellos las AFP, invirtiendo cerca del 3,3 % de su cartera a este tipo de fondos, siendo propietarias del 68,71 % del total de activos de los fondos públicos.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile




Fuente: Southem Angels, 2007.

Como lo demuestra ésta figura, los fondos de inversión privados participaban en el capital de riesgo en la etapa de crecimiento, y los fondos de inversión públicos participan en la oferta pública, etapa de consolidación.

El artículo 5º de la Ley Nº 19.815 enumera los diversos instrumentos y bienes en los cuales expresamente pueden invertir los fondos públicos. En virtud de la modificación que establece MKII en este artículo, los fondos públicos no podrán seguir invirtiendo en bienes raíces, tanto ubicados en Chile como en el extranjero, cuya renta provenga de su explotación como negocio inmobiliario.

**2.-Fondos de Inversión Privados (FPI).**

Son regidos por el título VII de la Ley de Fondos de Inversión y entre sus principales características, que los diferencian de los fondos públicos, se encuentran: no hay oferta pública de cuotas, hasta 49 aportantes, prohibición del Inversionista

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Institucional de participar en el fondo, administrado por Sociedades Especiales o Sociedades Anónimas Cerradas y sin fiscalización de la SVS.

Con la Ley MKII, se modifica el artículo 41, inciso 1º de la Ley Nº 18.815, estableciendo que este tipo de fondos estarán sujetos, además del título V, al artículo 5º de la misma ley. Esta modificación tiene como propósito que inviertan en las mismas actividades de los fondos de inversión públicos, equiparando la cartera de inversiones de éstos últimos. La única diferencia, en cuanto a inversión, con los fondos públicos es que se les permite invertir en toda clase de valores, derechos sociales, títulos de crédito y efectos de comercio.

También se modificó el artículo 5º, derogando los números 10), 13) y 23); y parte del inciso sexto del artículo en cuestión, modificando el concepto de negocio inmobiliario quedando de la siguiente forma "la compraventa, arrendamiento o leasing de bienes raíces". Estas modificaciones tienen como propósito de que los Fondos de Inversión Privados no puedan invertir directamente en el negocio inmobiliario, pero indirectamente según número 12 del artículo 5º.

Hasta antes de la norma MKII, los FPI no determinaban utilidad tributable, por lo tanto los gastos en que incurrían sólo tenían importancia para efectos de determinar las utilidades del fondo, no para efectos tributarios. Con el nuevo inciso 4º, incorporado al artículo 32, cambia lo dicho anteriormente, ya que los FPI, se consideran como sociedades anónimas, quedando sujetos al artículo 21 de la LIR, debiendo pagar en calidad de impuesto único un 35% sobre gastos rechazados; los desembolsos y operaciones calificados como gasto rechazado son:

- Aquellos que no sean necesarios para el desarrollo de las actividades e inversiones que la ley permite efectuar al fondo;
- Los préstamos que los fondos efectúen a sus aportantes, personas naturales o contribuyentes del impuesto adicional;
- La cesión del uso o goce, a cualquier título, o sin título alguno, a uno o más aportantes, su cónyuge o hijos no emancipados legalmente de éstos, de los bienes del activo del fondo, y

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- La entrega de bienes del fondo en garantía de obligaciones, directas o indirectas, de los aportantes, personas naturales o contribuyentes del impuesto adicional. El pago de este impuesto será responsabilidad de la sociedad administradora respectiva.

La fecha de entrada en vigencia de estas normas, igualmente a la de fondos públicos, para los fondos constituidos hasta el 27 de noviembre de 2006, regirá a contar del 1º de enero del año 2012, y para los constituidos con posterioridad a esa fecha, la vigencia empieza a regir a contar de la publicación del MKII.

## Sociedades por Acciones.

Se crea un nuevo tipo de estructura societaria flexible, llamada "Sociedad por acciones. Esta sociedad esta definida y reglamentada en los nuevos artículos del Código de Comercio, desde el art.424 a 446.

El artículo 424, del Código de Comercio, la define así: "*Persona jurídica creada por una o más personas mediante un acto de constitución perfeccionado de acuerdo con los preceptos que se señalan en la propia ley, cuya participación en el capital es representada por acciones".*

La calidad jurídica de estas sociedades es respalda por el artículo 2º Nº 6 de la LIR, modificado en el MKII, estableciéndose que para todos los efectos de las normas de la LIR, éste tipo de sociedades se considerarán sociedades anónimas.

Al ser flexible se suscribirán incalculables formas de contratos, reduciéndose trámites y costos de estos, pudiendo las administradoras de los Fondos reducir riesgos y aumentar beneficios.

Principales características:

- Se considera siempre mercantil.

- Puede formarse por una o más personas, naturales o jurídicas.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- Se forma, existe y prueba por un acto de constitución escrito. Inscrito y publicado en los términos del artículo 426 del Código de Comercio.

- De duración indefinida, siempre y cuando se indicaré lo contrario en la escritura pública.

- Los socios son responsables sólo hasta el monto de sus respectivos aportes.

- La administración de la sociedad quedará encomendada a la autonomía de voluntad, inciso segundo artículo 424.

- Deben llevar el registro FUT, artículo 14 letra A) Nº 3, pero el mismo sólo será aplicable para la determinación del monto de las utilidades tributables acumuladas en la empresa, dando derecho al crédito por el impuesto de primera categoría a que se refieren los artículos 56 Nº3 y 63 de la LIR.

- El capital o aumentos debe fijarse en los estatutos, suscritos y pagados, y debe encontrarse dividido en acciones nominativas. Frente a una ausencia de una indicación expresa en los estatutos, el plazo máximo será de 5 años a contar de la fecha de suscripción o aumentos respectivamente. Con ello facilita y flexibiliza la inversión.

- Se pueden emitir acciones de pago, cuyo precio es determinado libremente por los accionistas, pero tales acciones no requerirán ser ofrecidas preferentemente a los accionistas, característica que se diferencia de las S.A.

- Permite establecer privilegios relativos a dividendos asegurados que deben pagarse siempre sobre utilidades líquidas o retenidas, pero en caso de pérdidas, tales dividendos insolutos pueden anotarse en una cuenta especial, creada con el objeto de pagarse con preferencia a las restantes acciones, sin perjuicio de otras preferencias que puedan prevalecer (artículo 442, código de comercio).

- Para solución de conflictos existirá un juez árbitro.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Efectos tributarios:

La Ley de la Renta les otorga a las sociedades mencionadas el carácter de sociedades anónimas, por lo que a continuación se mencionan algunos aspectos que se considera necesario destacar, extraídos del Manual de Consultas Tributarias, Aspectos tributarios de la Ley Nº 20.190, Julio 2007:

- Los impuestos a la renta se determinarán sólo en base al resultado efectivo de sus actividades, incluso si desarrolla actividades agrícolas, de transporte de carga, pasajeros o mineras.

- Para los efectos de la determinación del FUT, se regirá por el Nº 2, de la Letra A, del artículo 14 de la Ley de la Renta, en el sentido de que sus accionistas o propietarios tributarán a todo evento, sin considerar si existe o no FUT positivo.

- Las ganancias de capital producto de la enajenación de las acciones se rigen conforme a lo dispuesto en la letra a), del artículo 17 Nº 8, 18 y 18 ter de la Ley de la Renta.

- Los accionistas tributarán sobre las cantidades distribuidas a cualquier título por la SPA; salvo que la empresa acredite con sus registros especiales que la distribución se imputó a otros no afectos al impuesto global complementario o adicional; en el mismo ejercicio en que dichas utilidades acumuladas. Además los accionistas se encuentran impedidos de acogerse a las normativas de reinversión del artículo 14 letra A) Nº 1 letra c) de la LIR.

- El sobreprecio en la colocación de acciones de su emisión no constituye renta, de conformidad a lo dispuesto en el Nº 5, del artículo 17 de la Ley de la Renta;

- Los dividendos distribuidos se rigen por lo dispuesto en el artículo 20 Nº 2, letra c), de la LIR.

- Los gastos rechazados en que incurran se gravarán con el Impuesto Único contenido en el inciso tercero del artículo 21, con tasa de 35%, incluyendo los

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

préstamos que efectúen a sus accionistas personas naturales, por regirse, en un principio por las normas de las sociedades anónimas cerradas.

- Las acciones tendrán un costo tributario correspondiente al valor de adquisición de éstas, debidamente reajustado.

La creación de esta estructura societaria, liviana y flexible, se fundamenta en el desarrollo de proyectos de capital de riesgo, y en la necesidad de un vehículo que canalice la inversión, ahorrándose costos y en una adaptación rápida a cualquier contingencia. Los inversionistas de capital de riesgo pueden hacer valer directamente sus derechos en la forma pactada, dejando atrás normativas legales que intrincaban el proceso.

**Ley de Prendas sin Desplazamiento.**

Las prendas sin desplazamiento son garantías adecuadas para las PYME, pero antes de la entrada en vigencia de esta norma, existías distintos tipos de prenda, cuya regulación era rígida, dispersa y carente de información centralizada, que le restaba eficiencia al sistema.

El artículo 14 de MKII instaura una nueva norma sobre prenda sin desplazamiento que unifica y simplifica las disposiciones legales, que regulan las prendas especiales sin desplazamiento. Pero también se deja implícito, una disposición transitoria, estableciendo que las prendas especiales constituidas bajo el imperio de las leyes que las regulaban, mantendrán su vigencia y continuarán rigiéndose por lo dispuesto en dichas leyes, salvo que las partes voluntariamente decidan cambiar al nuevo sistema.

Además se crea el Registro de Prendas sin Desplazamiento, centralizado y electrónico, de carácter nacional y bajo la administración del Servicio de Registro Civil e Identificación. Las disposiciones de la nueva prenda sin desplazamiento comenzarán a regir transcurridos 90 días desde la fecha de publicación en el Diario Oficial del decreto que contenga el Reglamento que regula el Registro de Prendas sin Desplazamiento. El Reglamento establece las menciones que deberá contener la inscripción, los

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

procedimientos para requerir y entregar la información contenida en el Registro, así como la organización, operación y requerimientos básicos del mismo.

La Presidenta de la República, en su mensaje Nº 39 – 349, 30 de Junio de 2007, señaló que uno de los factores que debe considerarse para el fomento del capital de riesgo es la mayor o menor facilidad de acceso al crédito. Además sostuvo que las garantías constituyen un elemento clave en la industria financiera, elevando la calidad crediticia del deudor, proporcionándole acceso al financiamiento, cuando no cuente con éste, o permitiéndole obtenerlo en condiciones más competitivas. También en su mensaje señaló que nuestra legislación contempla los siguientes tipos de prendas.

| **TIPO DE PRENDA** | **REGULADA POR** | **ENTREGA DEL BIEN** |
|---|---|---|
| Prenda Civil | Código Civil | Hay entrega física del Bien prendado |
| Prenda Comercial | Código de Comercio | Hay entrega física del Bien prendado |
| Prenda de Valores mobiliarios a favor de los bancos | Ley Nº 4.287 | Hay entrega física del Bien prendado |
| Prenda Agraria | Ley Nº 4.702 | No hay entrega física del Bien prendado |
| Prenda Industrial | Ley Nº 5.687 | No hay entrega física del Bien prendado |
| Prenda sin Desplazamiento | Ley Nº 18.112 | No hay entrega física del Bien prendado |
| Prenda especial de concesión de obra pública | Artículo 43 del D.F.L. Nº 164, 1991, sobre Ley de Concesiones de Obras públicas | Hay entrega física del bien prendado |

Fuente: Elaboración Propia en base a Informe jurídico de la Constitución N°4, Arrau C, 2007.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Principales aspectos de la Ley Prenda sin desplazamiento que crea MKII**

- El contrato de prenda sin desplazamiento puede constituirse tanto por escritura pública como por instrumento privado. En este último caso, se exige que las firmas de las partes que concurren sean autorizadas ante Notario Público y que el instrumento se protocolice. El contrato debe inscribirse en el Registro de Prendas sin desplazamiento, dentro de los 3 días hábiles siguientes a la suscripción de la escritura pública, o desde la protocolización del instrumento privado; el notario deberá enviar una copia para su inscripción en el correspondiente Registro, lo que deberá hacerse mediante soporte magnético o por comunicaciones por redes electrónicas. A contar de la inscripción en el Registro de Prendas sin Desplazamiento se adquiere el derecho real de prenda.

- Puede constituirse sobre el derecho de concesión de obra pública, así como también sobre cualquier pago comprometido por el fisco a la sociedad concesionaria a cualquier título, en virtud del contrato de concesión de obra pública, o sobre los ingresos o flujos futuros que provengan de la explotación de esta concesión, que sólo podrán prendarse a los financistas de la obra o de su operación o en la emisión de títulos de deuda de la sociedad concesionaria. También puede constituirse prenda sobre los siguientes derechos y sus bienes asociados:

| **DERECHO DE** | **AMPARADO POR** |
|---|---|
| Concesión portuaria | Ley Nº 19.542 |
| Concesión de construcción y explotación del subsuelo | Ley Nº 18.695 |
| Concesión onerosa sobre bienes fiscales | Artículo 61 del D.L.Nº 1.939, de 1.977 |
| Explotación de concesiones de servicios sanitarios | Los artículos 7º y 32 del DFL Nº 282, 1988, MOP, sobre Ley General de Servicios Sanitarios |
| El participante emanado del contrato de participación. | Ley Nº 19.865 |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

| DERECHO DE | AMPARADO POR |
|---|---|
| Emanados del contrato de concesión de recintos o instalaciones deportivas del Instituto Nacional del Deporte de Chile | Los artículos 55 al 61 de la Ley Nº 19.712 |

Fuente: Elaboración Propia en base a Informe jurídico de la Constitución N°4, Arrau C, 2007.

- La cobranza judicial de la obligación garantizada con la prenda se hará por la vía del juicio ejecutivo. En el caso que el contrato de prenda conste en instrumento privado, la copia autorizada y protocolizada será título ejecutivo (es un documento que da cuenta de un derecho indubitable, al cual la ley le otorga la suficiencia necesaria para exigir el cumplimiento forzado de la obligación en él contenida, en un juicio ejecutivo.) suficiente sin que se requiera reconocimiento previo.

- Se establecen figuras penales especiales respecto del deudor que defraudare a su acreedor, sea disponiendo de los bienes prendados sin informarlo o constituyendo prenda sobre bienes ajenos como propios, o bien que altere u oculte el bien prendado. Asimismo, en el caso de la prenda de créditos o sobre derechos, se sanciona al deudor que defraude al acreedor prendario ocasionando la pérdida o el menoscabo de los derechos otorgados en garantía.

**Derogación de leyes que regulaban las prendas especiales.**

| DEROGACIÓN DE | SOBRE |
|---|---|
| Ley Nº 4.097 | Prenda Agraria |
| Ley Nº 4.702 | Prenda compraventa de cosas muebles a plazo |
| Ley Nº 5.687 | Prenda Industrial |
| Ley Nº 18.112 | Sobre Prenda sin Desplazamiento |
| Art.43 | Ley de Concesiones de Obras Públicas |
| Art.15 de la Ley Nº 19.542 | Regulación de prendas sin desplazamiento |
| Art.3º de la Ley Nº 19.425 | Regulación de prendas sin desplazamiento |
| Art.60 de la Ley Nº 19.712 | Regulación de prendas sin desplazamiento |
| Art.62 B del Decreto Ley Nº 1.939 | Regulación de prendas sin desplazamiento |
| Art.16 de la Ley Nº 19.865 | Regulación de prendas sin desplazamiento |

Fuente: Elaboración Propia en base a Informe jurídico de la Constitución N°4, Arrau C, 2007.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Sin perjuicio de lo anterior, se establece expresamente que las normas antes citadas continuarán vigentes para el efecto de regular las prendas sin desplazamiento constituidas con anterioridad a la entrada en vigencia de la nueva ley sobre prenda sin desplazamiento.

Por último, mediante norma transitoria se permite que aquellas prendas constituidas bajo el imperio de las leyes derogadas puedan acogerse voluntariamente al régimen de prenda sin desplazamiento que contempla esta ley, para lo cual se otorga un plazo de un año contado desde la entrada en vigencia de esta norma.

## Otros aspectos importantes.

### Requisitos de los fondos mutuos y fondos de inversión acogidos al artículo 18 ter,

Existe una modificación de los requisitos que deben cumplir los fondos mutuos (DL Nº 1328, 1976) y fondos de inversión (Ley Nº 18.815) , Nº 2, del artículo 1º de la Ley MKII, para que sus partícipes gocen de los beneficios contenidos en el inciso cuarto del artículo 18 ter, en el sentido de que no se gravará con los impuestos de la Ley de la renta, ciertas operaciones efectuadas con dichos instrumentos de inversión, cuando se establezca en la política de inversiones de los reglamentos internos, de ambos tipos de fondos, que a lo menos el 90% de la cartera de inversiones del fondo se destinará a la inversión en acciones con presencia bursátil. Es decir menos del 10 % de la cartera de inversiones, puede ser para acciones que no tengan presencia bursátil, por lo tanto, es una herramienta más de financiamiento para el Capital de Riesgo. Además las operaciones de los fondos mutuos deben cumplir con otro requisito para poder acogerse a este beneficio: incluir en sus reglamentos internos que la distribución de dividendos repartidos por la sociedad administradora del fondo debe ir en directo beneficio de los partícipes de dicho fondo, que hayan sido distribuidos entre la fecha de adquisición y el rescate.

### Operaciones Virtuales como hechos gravados con Impuesto de Timbres y Estampillas

El Nº 1, Articulo 2º del MKII, se incorporó como documentos gravados en el artículo 1º Nº 3, de la Ley de Timbres y Estampillas (DL Nº 3.475), los documentos que se

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

emitan de forma desmaterializada, Internet u otro medio, que tengan una operación de crédito de dinero (Letras de cambio, libranzas, pagarés, créditos simples o documentarios y cualquier otro documento). Por lo tanto dicho gravamen afectará a las operaciones realizadas por internet.

**Sujeto del Impuesto en el caso de acreedores no domiciliados ni residentes en Chile.**

Se agregó el Nº 7 al artículo Nº9 del DL Nº3.475, que establece como sujeto del Impuesto de Timbres y estampillas, al deudor en los casos en que el acreedor o beneficiario no tenga domicilio ni residencia en Chile. Antes de que se modificara este Decreto Ley, existían normas sobre devengo del impuesto en las operaciones con el exterior, y al no existir normas especiales sobre éste caso, debía aplicarse el artículo 9º Nº 3 del DL antes mencionado, disposición que generaba problema de control de cumplimiento tributario.

**Extensión del crédito fiscal al pago con medios distintos al cheque, Requisitos del pago de facturas irregulares (i.-, letra b), del Nº2, art.20 MKII.**

El artículo 23 de la Ley de la Renta proporciona normas concernientes al derecho para establecer el crédito fiscal contra el débito fiscal determinados en el mismo periodo tributario, pero también incorpora lo que no da derecho a crédito fiscal, como son los impuestos recargados o retenidos en facturas no fidedignas o falsas o que no cumplan con los requisitos legales o reglamentarios y en aquellas que hayan sido otorgadas por personas que resulten no ser contribuyentes del IVA (artículo 23 Nº 5, LIR).

Antes de que se modificara este artículo con el MKII, la situación anterior permitía una excepción, por lo que se recuperaba el derecho al crédito, siempre y cuando se cumplieran los siguientes requisitos como medio de pago:

- Que el pago se hubiere efectuado con un cheque nominativo a nombre del emisor de la factura, girado contra la cuenta corriente bancaria del respectivo comprador o beneficiario del servicio.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- Haber anotado por el librador al extender el cheque, en el reverso del mismo, el número del rol único tributario del emisor de la factura y el número de éste.

Por lo que se entiende con los requisitos anteriores era que sólo se aceptaba la emisión de cheque y no otro documento de pago para recuperar el derecho al crédito fiscal.

A través del tiempo se ha propagado la difusión de los sistemas de pago electrónicos, pero como la norma lo indicaba, no se podía recuperar el derecho al crédito fiscal en aquellos casos que el pago de la factura falsa o no fidedigna se hubiese efectuado mediante vale vista nominativo o mediante transferencia electrónica de dineros. Por lo tanto se hacia necesario cambiar la norma para ir a la par con los cambios tecnológicos.

Por ello el MKII incorpora una modificación a los requisitos que deben cumplir los medios de pago válidos para mantener el derecho a crédito fiscal, en las operaciones sustentadas por documentos no fidedignos o falsos; agregando nuevos medios de pagos aceptados para cumplir tales requisitos como son los vales vista y las transferencias electrónicas de dinero, eso si se establece la obligación para el banco emisor del vale vista de indicar en el reverso de éste los datos del proveedor y en las transferencias electrónicas el respaldo de la transacción. Para el ente que requiere comprobar la efectividad de la transacción, debe probar la emisión del cheque o vale vista mediante los originales o fotocopias y la certificación del banco para las transferencias electrónicas, de acuerdo a lo que dispondrá el SII. Importante tener presente que estos medios de comprobación de operaciones deben estar incluidos en la contabilidad.

#### 3.3.2.1.2 Fortalecer la seguridad en el Mercado de Valores.

Los cambios al Decreto Ley Nº 3.538, corroboraron del segundo objetivo de la Ley MKII, subsanando algunos acontecimientos, ya que la SVS no contaba con suficientes atribuciones para detectar irregularidades que involucraban a terceros no fiscalizados por ella, y para impedir transacciones entre un ente fiscalizado y sus relacionados en situación de debilidad financiera, dejando al país con dudas de control frente a la mirada del exterior, no ayudando a aumentar las inversiones por parte de inversionistas potenciales extranjeros.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

El primer artículo modificado es el Nº 4 del DL Nº 3.538, creando y perfeccionando medidas de control correspondientes a la SVS, proporcionando herramientas necesarias de fiscalización.

Entre las atribuciones modificadas se encuentran:

- Citar a declarar a personas que no son fiscalizadas o relacionadas a la SVS, pero que por medio de la ejecución o celebración de actos o convenios con entes fiscalizados, cuyo objeto sean instrumentos o valores emitidos por estos últimos.

- Los medios tecnológicos que utilice la entidad bajo tutela de la SVS tienen que asegurar la fidelidad al original. Autorizará los medios tecnológicos que cuiden la integridad, autenticidad y durabilidad de documentos originales recibidos, aptos para producir fe.

- Instruir a los entes que están bajo su subordinación, por resolución fundada, a abstenerse de realizar transacciones hasta por un plazo de tres meses, renovable por el mismo periodo, cuando la situación de ellas o de sus personas relacionadas pongan en riesgo los respectivos fondos administrados, patrimonios separados o compromisos con inversionistas o asegurados.

Otros puntos importantes de modificación de ésta ley, es que la superintendencia asumirá la defensa, en caso de ejercerse acciones legales en contra del superintendente, estando éste en servicio o no, siempre que se cuestionen las decisiones adoptadas en el ejercicio de su cargo, y si se encuentra culpable, su responsabilidad será personal; igual beneficio tendrá el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras. También no se considera como día hábil el sábado para los términos de días que establece esta norma. Los superintendentes de esta institución podrán compartir cualquier información con el objeto de cumplir con sus deberes de fiscalización.

**Cambios a la Ley General de Bancos.**

La SBIF, para velar por el cumplimiento de sus deberes de fiscalización, podrá compartir cualquier información, excepto aquella correspondiente a secreto bancario, y

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

cuando sea de carácter reservada, quienes reciban esa información deben mantener ese carácter. Otro punto importante es que podrá pedir, en caso de consolidación de estados financieros entre matriz y filiales, la revisión de la contabilidad que dé prueba de solvencia de la información.

Cambiaron los procedimientos para otorgar licencias a nuevos bancos, AFP o compañías de seguros. Estas nuevas medidas están enfocadas, en su mayoría, a los accionistas fundadores de estos nuevos organismos, proporcionando mayor seguridad al mercado financiero. El superintendente respectivo tendrá todos los requisitos en sus manos para aceptar o rechazar una licencia, por tanto, éste será responsable como una garantía estatal.

Para el otorgamiento de licencia a nuevos bancos, AFP o compañías de seguros los accionistas fundadores deberán cumplir los siguientes requisitos:

a) Contar individualmente o en conjunto con un patrimonio neto consolidado equivalente a la inversión proyectada y, cuando éste sea inferior, informar oportunamente de este hecho.

b) No haber estado inmerso en conductas graves que puedan poner en riesgo la estabilidad de la entidad que se proponen constituir o la seguridad de sus depositantes.

c) No haber tomado parte en actuaciones, negociaciones o actos jurídicos de cualquier clase, contrarios a las leyes, normas o sanas prácticas financieras o mercantiles que imperan en Chile o en el extranjero.

d) No encontrase en alguna de las siguientes situaciones:

- que en los últimos quince años, haya sido un alto directivo o accionista mayoritario de una entidad bancaria, compañía de seguros del segundo grupo o de una AFP, declarada en liquidación forzosa, quiebra o administración provincial, siempre y cuando haya participado en un tiempo igual o superior a un año en dicha institución;

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

- que participe en protestos de varios documentos no aclarados en los últimos cinco años;
- que haya sido condenado o se encuentre bajo acusación formulada en su contra por cualquiera de los delitos estipulados en la ley;
- y que haya sido condenado a pena aflictiva o de inhabilitación para desempeñar cargos u oficios públicos, entre otras.

Se modificaron varios artículos de la Ley de Depósitos y Custodias de Valores que buscan mejorar las transacciones realizadas por éstas, aumentar los tipos de valores y agilizar los trámites de notificación, según sea el caso, en concordancia a determinaciones y registros de la SVS.

El contrato de depósito se perfecciona mediante la entrega de los valores a la empresa, a través de las formalidades propias de la transferencia de dominio, pero cuando sean estos valores acciones de S.A. o cuotas de fondos de inversión, la transferencia se podrá hacer mediante los medios escritos o electrónicos según el reglamento interno, y ejecutada por la empresa, tanto en la cuenta que corresponda al depositante, como en el registro del emisor respectivo. Para restituir los valores a su depositante, debe hacerse en la misma forma cuando se depositen, para cualquier caso. Todo lo antes nombrado, según estipulaciones de los artículos 3º y 6º, Ley 18.876. Además las empresas deben hacer un estudio tarifario que debe actualizarse a cada dos años, basándose en la estructura de ingresos y costos relevantes proyectados por la empresa para su normal funcionamiento. Al ser público esta última modificación dará mayor equidad, en cuanto a información, transparentando la gestión de la empresa.

Otros puntos que le da seguridad al mercado financiero, es la permisión a los fondos de pensión, según incisos segundos y terceros artículo 3º título XV DL 3500/1980, de emitir en forma desmaterializada bonos de reconocimiento, y desmaterializar los ya emitidos, garantizando su merito ejecutivo, siempre y cuando cumplan con los procedimientos de la ley Nº 18.876 y la SVS. Se les exige mayores requisitos a las personas que quieren ser corredores de bolsa, agentes de valores y aquellos trabajadores que participen directamente en la intermediación de valores. Entre los requisitos se encuentran: haber aprobado el cuarto medio o acreditar estudios equivalentes; conocimiento técnico del rubro (según la SVS); no haber sido condenado ni encontrarse

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

bajo acusación formulada en su contra por delitos establecidos por el artículo 26 de la ley Nº 18.045, entre otras.

Un punto de gran importancia son las nuevas modalidades que rigen a las bolsas, destacándose:

- que deben funcionar con un mínimo de diez corredores,
- los corredores no podrán poseer directa o indirectamente más del 10% de su propiedad, el ejercicio de su actividad lo podrá desempeñar en más de una bolsa, para lo cual debe adquirir a lo menos una acción para operar.
- También se deberá tratar en forma justa a cada corredor que participe en la bolsa y ésta podrá rechazar, con el acuerdo de dos tercios de sus directores, cuando un postulante a corredor no cumpla con los requisitos estipulados en sus estatutos
- Si alguien que participé en la bolsa, en forma deliberada, elimine, altere, modifique, oculte o destruya registros, documentos, soportes tecnológicos o antecedentes de cualquier naturaleza, entorpeciendo la fiscalización de la SVS, obtendrá la pena de presidio menor en cualquiera de sus grados.

#### 3.3.2.1.3 Desarrollo de Mercados Financieros.

Chile a nivel latinoamericano sigue siendo el primer país en cuanto a competitividad IMD, pero ha bajado a nivel mundial, desde el Nº 18 al Nº 26, provocando que otros países de la región se acerquen. Aunque la competitividad se compone de diferentes factores (desempeño económico, eficiencia en los negocios e infraestructura), un punto importante es la eficiencia de negocios, que mide la productividad del país, que además se explica por varios factores, siendo uno de ellos las finanzas y por ello se le pide a Chile nuevos pasos estratégicos en el desarrollo del mercado de capitales. También existe desigualdad del inversionista internacional con el nacional, que se traducen en una caída del desempeño económico (Centro de investigación, libertad y desarrollo, 2008).

A continuación se encuentran dos cuadros que argumentan lo anteriormente mencionado:

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Competitividad de Chile a Nivel Latinoamericano

| Año | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|---|
| Chile | 18 | 23 | 26 | 26 |
| Perú | | | | 35 |
| Argentina | 49 | 47 | 51 | 52 |
| Colombia | 38 | 34 | 38 | 41 |
| Venezuela | 51 | 53 | 55 | 55 |

Fuente: IMD World Competitiveness Yearbook 2008, 15 de mayo 2008

Competitividad de Chile a Nivel Mundial

| Año | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|---|
| Chile | 18 | 23 | 26 | 26 |
| Australia | 9 | 6 | 12 | 7 |
| Nueva Zelandia | 16 | 21 | 19 | 18 |
| Irlanda | 12 | 11 | 14 | 12 |
| Canadá | 5 | 7 | 10 | 8 |
| Singapore | 3 | 3 | 2 | 2 |

Fuente: IMD World Competitiveness Yearbook 2008, 15 de mayo 2008

Esta reforma en materia de desarrollo al mercado financiero, establece una nueva forma de determinar la base cálculo de la reserva técnica (mantener en caja), tomando como referencia patrimonio efectivo; entendiéndose por éste: la suma de capital básico, bonos subordinados y provisiones voluntarias; y no el capital básico (capital pagado y reservas), ampliándose el plazo de los activos idóneos para constituirla. Esta medida tiene como objeto liberar capital que puede ser destinado al otorgamiento de mayores créditos.

Otra medida que tiene que ver con la banca es el abaratamiento de los costos de los depósitos a la vista, el pago puede ser requerido en un plazo dentro de 30 días en forma incondicional, generando mayores obtenciones o créditos a corto plazo en el mercado. También se amplia la gama de inversiones de reserva técnica y patrimonio para compañías de seguros, mediante la emisión de pólizas de seguros en pesos (nominales), previamente autorizadas por la SVS. Y por último se autoriza a través de la Ley de Bancos Articulo 69 Nro. 6,a éste tipo de inversores a efectuar operaciones con productos derivados, tales como futuros, opciones, swaps, forwards u otros instrumentos

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

o contratos de derivados, conforme a las normas y limitaciones que establezca el Banco Central de Chile.

También para atraer a inversionistas extranjeros, esta normativa contempla entre sus medidas la compensación de derivados, la cual funciona en caso de quiebra de una empresa o liquidación forzosa. También se moderniza la Bolsa Off – shore flexibilizando que la oferta de valores extranjeros en chile la haga un ente distinto al emisor, patrocinador, por tanto los inversionistas internacionales tienen una herramienta más para ingresar al mercado bursátil. Este tipo de Bolsas ha sido parte importante para Centros Financieros Internacionales, quienes poseen políticas de fomento de actividades off – shore, caso puntual Singapur. Se modifica la norma sobre creación de fondos de inversión de capital extranjero que traen como medidas: la función de la administración es indelegable (exceptuando algunos casos), la administradora actuará por el inversionista extranjero y cuando se contraten servicios externos por éste, deberán estar facultado por el reglamento interno.

Para potenciar la emisión de bonos securitizados[2], se estableció en la normativa del mercado de valores una exención tributaria del Impuesto de Timbres y Estampillas, en proporción a los documentos contra los cuales se emitió el bono, que hubiesen pagado la mencionada obligación, lo que contribuye a profundizar y otorgar mayor liquidez al mercado de estos instrumentos.

Esta reforma contiene una nueva normativa que crea la figura llamada Agente de garantías (administrador, representador y conservador), función emanada de un contrato colectivo celebrado por escritura pública o privada, que a nombre de todos los acreedores disponen de las garantías otorgadas en una operación de financiamiento. Disposición que beneficia a las PYMES, ya que evita el reemplazo de la escritura cuando cambia uno de los acreedores acogidos al contrato. Algunas cauciones acogidas a esta norma pueden ser hipotecas, prendas u otras. Otra medida es la subordinación de créditos no preferentes (Valistas), tanto contractual como unilateral, flexibilizando el acceso al financiamiento. Cuando se termina el periodo del contrato, el agente deberá rendir cuentas conforme a éste y si hubiere créditos vigentes, transferirá las garantías a los acreedores.

[2] Forma de disminuir el costo de financiamiento de los créditos, ampliando las oportunidades de inversión para los inv.institucionales.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

.

Para fomentar el desarrollo de la Bolsa de Valores, se instauro en esta reforma la independencia entre corredores de bolsa y propietarios, facilitando que estos puedan transar en las distintas bolsas de valores de nuestro país. Antes para ser corredor de bolsa tenia que cumplirse varios requisitos, destacándose que debía ser propietaria al menos de una acción en la bolsa en la cual tranzaba, tergiversándose el sistema y generando una impresión de desconfianza. Es un indicio de desmutualización[3] de las bolsas, conduciendo a una mayor eficiencia, nuevas inversiones en tecnología y un mejor negocio para los inversionistas.

Se había expuesto entre las causas de esta reforma la distorsión que había en algunos aspectos tributarios, y una de ellas era de quien prestaba el servicio de administración de cotizaciones voluntarias estaba afecto al IVA por las comisiones referente al manejo de éstas. Para este efecto hay una exención a este tributo, incorporándose en la letra e) del artículo 12 de la Ley del IVA el Nº 18, que dice:
*"Las comisiones de administración de cotizaciones voluntarias, depósitos de ahorro previsional voluntario y de depósitos convenidos, efectuados en planes de ahorro previsional voluntario debidamente autorizados en conformidad a lo establecido por el Artículo 20 y siguientes del decreto ley Nº 3.500, de 1980, que perciban las instituciones debidamente autorizadas para su administración."*

Existe la creación de otro beneficio tributario establecido en el artículo 18 quater DL 824 inciso 3 al 5, para el desarrollo del Mercado de Capitales, el cual consiste en diferir el impuesto de las ganancias de capital que se genera al rescatar cuotas de fondos mutuos y reinvertirlos en otro fondo mutuo del sistema, no importando la administración de éste, eso si el SII establecerá las formalidades que deberán cumplir los certificados, donde se consigne la operación en la forma y plazo que determine, dejando en claro las sanciones si no se cumplen los requisitos del documento antes mencionado. Este beneficio se traduce en mayores rentabilidades para un número importante de chilenos que invierten sus previsiones en este tipo de valores, por lo tanto va a haber mayor movilidad de los participes de fondos mutuos y un interés incipiente de nuevos interesados por ingresar al sistema. Esta disposición existía antes de que se promulgara la ley en cuestión, pero solamente

[3] Proceso a través del cual las corredoras ceden el control y colocan acciones de una bolsa en el mercado

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

para los contribuyentes del Impuesto Único al Trabajo o del Impuesto Complementario cuando invierten en instrumentos acogidos al articulo 57 bis (LIR); ahora se extiende este beneficio a otro tipos de contribuyentes como son los que tributan en Primera Categoría e Impuesto Adicional.

En el inciso cuarto establece el mecanismo de determinación del mayor valor de cuotas reinvertidas, esquematizado de la siguiente forma:

| | | |
|---|---|---|
| Valor del Rescate definitivo, expresado en Unidades de Fomento a la fecha del rescate. | | $ |
| Valor cuotas adquiridas expresadas en Unidades de Fomento de la fecha del aporte | $ | |
| Menos:<br>Cuotas rescatadas no reinvertidas expresadas en Unidades de Fomento a la fecha del rescate | ( ) | ( ) |
| Mayor Valor Obtenido | | $ |

Fuente: Manual de Consultas Tributarias, 2007.

El artículo cuarto de la Ley MKII, adecua la norma de seguros en el sentido de apoyar los TLC acordados en el último tiempo por nuestro país, respecto a la contratación de seguros para el comercio y traslado de las mercancías desde el país en donde chile suscriba los acuerdos. Este beneficio es para las entidades aseguradoras extranjeras establecidas en el territorio chileno, quienes pueden ofrecer o intercambiar esos seguros en chile, siempre y cuando estén en concordancia al tratado respectivo. El nuevo artículo 4º bis de ésta norma permite que las empresas de seguros extranjeras puedan constituir sucursales en Chile, al estilo de filiales de bancos.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

### 3.4 Lazos entre MKI y MKII.

Las Reformas al Mercado de Capitales, llevadas a cabo durante los últimos años, se han enfocado principalmente a la modernización y profundización del MK, a mejorar los mecanismos de canalización del ahorro e inversión a través de inversionistas institucionales y empresas con historia, impulsar el desarrollo y la competencia del mercado financiero, fomentar e impulsar la participación del capital de riesgo en el MK chileno, entre otras.

La Reforma al Mercado de Capitales I pretendía perfeccionar algunos aspectos del mercado de capitales, que en ese momento histórico estaba relativamente estable y funcional, permitiéndole un mayor nivel de desarrollo y mayores oportunidades para los entes que querían acceder a él, potenciando los siguientes ámbitos:

- Incentivos para potenciar el ahorro familiar.

La lección que saco el país debido a la crisis asiática, es que el ahorro permite generar un fondo ante futuras eventualidades, y por consiguiente forja proyectos productivos que apoyarán el crecimiento nacional en periodos de crisis. Por la disminución destacada de inversiones en ese momento, se hizo prioritario aumentar la cantidad de ahorro, para canalizarlo de forma eficiente hacia proyectos de inversión, que traería un mayor desarrollo económico. Por ello se flexibilizaron y ampliaron los mecanismos de APV para los afiliados al sistema previsional (modificación DL 3.500, 1980 y el artículo 42 bis de la LIR, entre otras).

- Ampliación de espacios para el financiamiento de empresas por parte de la inversión extranjera.

El país no aprovechaba de la mejor forma la economía de libre mercado, a través de TLC, en donde se le abrieron fronteras para inversiones y recursos provenientes del exterior, instancia inmejorable para las pequeñas empresas nacionales de optar por recursos extranjeros, difíciles de obtener, por lo tanto se asegurarían el financiamiento de largo plazo y una distribución de riesgos entre inversionistas y extranjeros. Por ello en la

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Ley MKI, entre sus disposiciones se dicto el artículo 4º transitorio que facilito el acceso al financiamiento de largo plazo para las empresas innovadoras y emergentes.

- Seguir modernizando el mercado de capitales.

Las reformas antes de promulgase el MKI contribuyeron a una mayor transparencia y claridad en el mercado, pero se hacia necesario resolver los problemas de índole tributario a través de esta norma, que limitaban el funcionamiento y desarrollo del mercado. Por ello se eliminaron distorsiones de la normativa tributaria como los que afectaban a seguros dotales (artículo 17º Nº 3, LIR) o los excedentes de libre disposición (artículo 42º ter, LIR), entre otros.

- Incrementar la competencia del mercado.

Al haber un gran número de alternativas de inversión en el mercado para ahorrantes e inversionistas, habrá una disminución en los costos de intermediación financiera, aumentando la eficiencia, perspectivas que contribuirán a un acercamiento de las personas al MK. Para esto se incorporaron dos nuevos artículos a la LIR 18 ter con el objeto de entregar al contribuyente alternativas de exención en la comercialización de instrumentos financieros, y el 18 quater que establece el tratamiento tributario que tendrá el rescate de cuotas de fondos mutuos, entre otros.

En los párrafos anteriores se dio a conocer, a rasgos generales, los alcances del MKI, por ello a continuación se procederá a ver la relación entre las dos reformas. Se dice que el mercado de capitales debe estar constantemente modernizándose, profundizándose y adaptándose a su entorno, por ello ambas normas persiguen ese fin, y hay que puntualizar que cambios introducidos en el MKI, fueron adaptados y mejorados en MKII. Para entrar a profundizar en el tema, a continuación daremos a conocer los principales enlaces entre las dos reformas:

1.- En el MKI se fomento el ahorro familiar, y a través de esta herramienta incentivar las inversiones. Pero eso en gran medida no ocurrió, ya que las administradoras de Fondos siguen invirtiendo grandes cantidades de dinero en el exterior, aunque han aumentado las tasas de inversión en el territorio chileno,

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

2.- Desde el punto de vista del capital de riesgo, el MKI en su artículo cuarto transitorio estableció un incentivo tributario, eximición de tributación para la ganancia de capital, no gravando el mayor valor que se obtenga en la enajenación de acciones de S.A. abiertas que no hubieren hecho oferta pública de sus acciones antes del 19 de abril de 2001, cuando dicha ganancia se materialice (Venta en Bolsa), registrándose las acciones en la SVS para ser transadas en los mercados para empresas emergentes. Para poder gozar de esta franquicia para las acciones de empresas emergentes, era necesario que la apertura de la sociedad anónima se efectúe antes del 31 de diciembre de 2006, colocando a través de alguna bolsa de valores del país, al menos un 10% de sus acciones emitidas entre a lo menos tres inversionistas institucionales o cincuenta personas no relacionadas con el controlador de la sociedad. Pero este beneficio no se hizo extensivo a los fondos de inversión, desincentivando la inversión en cuotas de fondos de inversión privados. En el MKII se aumento el plazo por 8 años más, hasta el 2014, para este beneficio tributario y además se establece el beneficio tributario al capital semilla, se aumentan las formas de financiamiento, creando la SPA, la Ley de prenda sin Desplazamiento, entre otras.

3.- El MKI eliminó distorsiones tributarias en el sentido de modernizar el mercado de capitales, el MKII también elimino algunas distorsiones para seguir en la misma senda, por ejemplo exime del tributo del IVA a las comisiones referente al manejo de administración de cotizaciones voluntarias.

4.- El MKII modificó el artículo 18 quater de la LIR, creado en el MKI que estableció el tratamiento tributario en el rescate de cuotas de fondos mutuos, y en el MKII agrego 3 incisos nuevos a esta normativa que en síntesis difieren el impuesto de las ganancias de capital que se generan al rescatar las cuotas y reinvertirlas en otro fondo mutuo del sistema.

5.- El MKI se esmeró en internacionalizar el mercado bursátil local, y el MKII siguió por el mismo camino, eliminando algunas desventajas que tenían los inversionistas extranjeros frente al inversionista local, ya que el local tiene grandes beneficios de invertir en mercados bursátiles internacionales. Estas reformas constituyen un gran paso hacia una mayor integración financiera internacional.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

6.- Paulatinamente las dos normas han tratado desregularizar del mercado, con el objeto de flexibilizar el sistema y adaptarse más rápidamente a la volatilidad de la economía mundial.

7.- En las dos reformas se perfeccionaron algunas normativas legales, por ejemplo la ley de bancos que en el MKI contribuyó a generar condiciones de mayor competitividad, tanto para la banca local como para las sucursales de bancos extranjeros en chile, y en el MKII cambio el otorgamiento de licencias para éste organismo, entre otras medidas.

Se puede decir que las dos reformas fueron consecuencia, primero que nada de acontecimientos en el mercado de desregularización, debido a falencias en algunas normas, y segundo de que el mercado de capitales chileno debe estar atento a ir adaptándose a los cambios de sus pares a nivel mundial, debido a las políticas de globalización adoptadas por el gobierno, originan que mercado chileno interactué con los demás y deba estar atento al desarrollo de éstos, y por ello es necesario adoptar medidas que logren un desarrollo sustentable, llegando a poseer un mercado bien estructurado y profundo, atento a las crisis externas. El MK es un eslabón fundamental para transferir recursos, con distintas alternativas de financiamiento, mejorando la eficiencia y la administración del riesgo, y financiamiento de proyectos de inversión a un menor costo.

### 3.5 Propuestas para Mejorar el Mercado de Capitales (MKIII).

El gobierno chileno, se ha esmerado en suscribir tratados con países desarrollados, para que éstos utilicen nuestro territorio como plataforma de negocios y puerta de entrada para instalarse en otros mercados de Latinoamérica. Pero las medidas implementadas no van a la par con éste propósito de los TLC. Por ello se necesita instaurar una serie de disposiciones que se necesitan implementar a través de normas que den la imagen de país como Centro Financiero Internacional.

Se considera un Centro financiero, según Cartagena E. (2003), a una industria de manejo de activos de primer nivel o a una ciudad en cuya economía el sector financiero tiene una fuerte participación. Esto se refiere a la cantidad de compañías de servicios financieros instaladas u operando en ella, la importancia relativa de su mercado de valores, alto volumen de transacciones, y variedad de instrumentos transados entre otras.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

También los centros financieros tienen un alto grado de participación en el PIB del país. Entre las características de estos se encuentran: que convocan a inversionistas y emisores de distintos países y ofrecen una infraestructura de mercado que cumple con los estándares más altos; su geografía económica es privilegiada dentro de alguna región tomando relevancia la infraestructura física, desarrollo de redes de información y comunicaciones, proximidad a grandes economías; desarrollo de los mercados de dinero y de capitales en el sentido de política fiscal y monetaria a largo plazo, sistema financiero desarrollado, confiable y sustentable, regulación y supervisión firme pero capaz de adaptarse a los cambios del entorno, entre otras.

No obstante, la experiencia del mercado chileno no se asemeja a lo descrito anteriormente; si bien tiene un liderazgo absoluto en la región respecto a inversión, estabilidad política y económica, calidad regulatoria y control de corrupción, no lo está desde el punto de vista financiero, siendo no competitivo en puntos específicos y de gran importancia del mercado. Cabe señalar al respecto; el IVA que grava a las comisiones de administración de los fondos, ya que es más conveniente para un inversionista chileno invertir en fondos extranjeros cuyos costos de administración son 19% más bajos, y esto afecta a que nuestro país no es competitivo como base regional para la administración de fondos de inversión en América Latina, por el sobrecosto que incide en que los inversionistas establezcan la administración de sus recursos, incluso recursos chilenos, en otros países de la región. Otro factor disuasivo para el inversionista extranjeros es el impuesto a las ganancias, ya que si éste invierte en Prívate Equity (fondo de inversión privados) en el mercado nacional, tiene que pagar el 35 % sobre las distribuciones de utilidad, entre otras reglas, generando una desventaja del mercado chileno con sus pares.

Para ello existen propuestas, que fueron realizadas por profesionales destacados de nuestro país en el área de Mercado de Capitales, que son necesarias para una nueva Reforma al Mercado de Capitales (MKIII), en post de obtener competitividad internacional, liquidez, profundización y transparencia Institucional del mercado.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

A continuación se darán a conocer algunas de éstas propuestas.

**Eliminación del impuesto de Timbres y estampillas (T y E).**

Impuesto tributario distorsionador y regresivo, desalineado con prácticas adoptadas por países de alto crecimiento, y aquellos que están en vía de convertirse en centros financieros. Actualmente los únicos que pagan este tributo, por los créditos que piden, son las pequeñas y medianas empresas, ya que poseen un limitado manejo financiero, obteniendo recursos a través de créditos de corto plazo (12 a 24 cuotas), y por cada crédito que piden pagan el impuesto, en cambio empresas financieras más sofisticadas pueden crear alternativas de financiamiento no afectas a este gravamen, expuestas en la mesa redonda Icare, 2007, entre las cuales destacamos: préstamos en cuentas corrientes, factoring, cesión de cuentas por cobrar, financiamiento en el exterior para inversiones fuera del país, etc. En general las grandes empresas pagan éste tributo una vez en su vida, porque arman estructuras de endeudamiento de Largo Plazo. La primera reforma al MK dio un paso importante al respecto, ya que igualó el tratamiento tributario de los efectos de comercio con la de los créditos bancarios.

Según el Círculo de Finanzas de ICARE, 2007, la distorsión y el costo que genera para el mercado éste tributo es muyo más alto, ya que muchas transacciones de este tipo no se realicen por la inviabilidad, y al eliminarse, implica una menor recaudación fiscal, entre 0,5 y 0,6% del PIB.

**Eliminación del Impuesto T y E a créditos externos.**

En la actualidad los bancos locales están en desventaja frente a los extranjeros establecidos en chile, en cuanto a la suscripción de créditos externos afectos al impuesto de T y E por parte de la banca local, y los bancos extranjeros no pagan este tributo, al percibir los fondos vía cuenta corriente de su matriz extranjera.

Existen variadas razones para reducir su tasa en forma gradual o más bien eliminarla, ya que los bancos chilenos actualmente están pagando impuestos por sus activos y pasivos, por que en sus fuentes de financiamiento, la única afecta a impuesto de T y E son los prestamos externos. Si se produce una crisis de liquidez, contingencia u

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

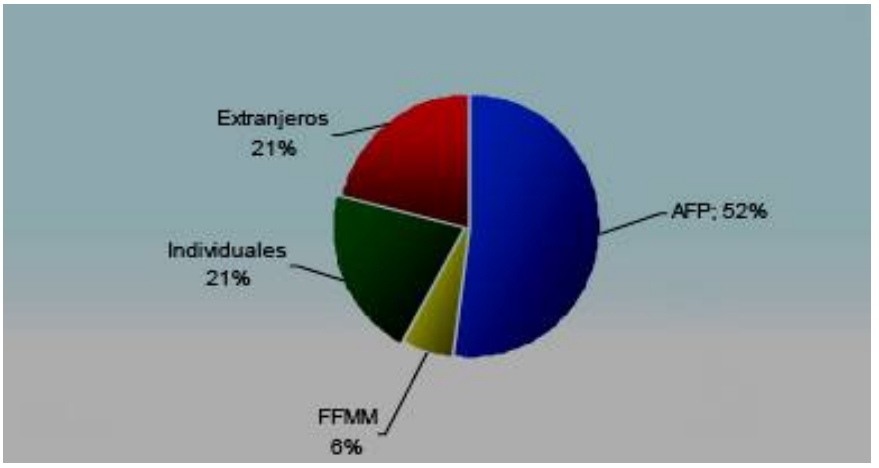
oportunidad del sistema bancario, como ha ocurrido en épocas puntuales, la banca podrá comprometer créditos externos.

**Inversionistas extranjeros.**

Las Reformas al Mercado de Capitales I y II dieron un paso importante al permitir la integración del mercado bursátil local con el internacional, para acciones de alta presencia y en parte para las bolsas off-shore. Los inversionistas extranjeros pueden entrar y salir sin contingencias tributarias, debido a la eliminación del impuesto a las ganancias de capital, y la creación de cuentas con RUT virtuales (47 millones), dejando a los inversionistas institucionales extranjeros como no contribuyentes, exentos e compromisos legales, administrativos y tributarios.

No obstante, aun existen barreras de entrada al Mercado de Capitales, en cuanto a la participación de inversionistas extranjeros en los demás activos de éste, como son: bonos, deuda, capital de riesgo, etc. Esto es demostrado en la baja participación de extranjeros en el volumen transado en el mercado accionario y en el porcentaje de números de empresas listadas en la región, demostrados gráficamente:

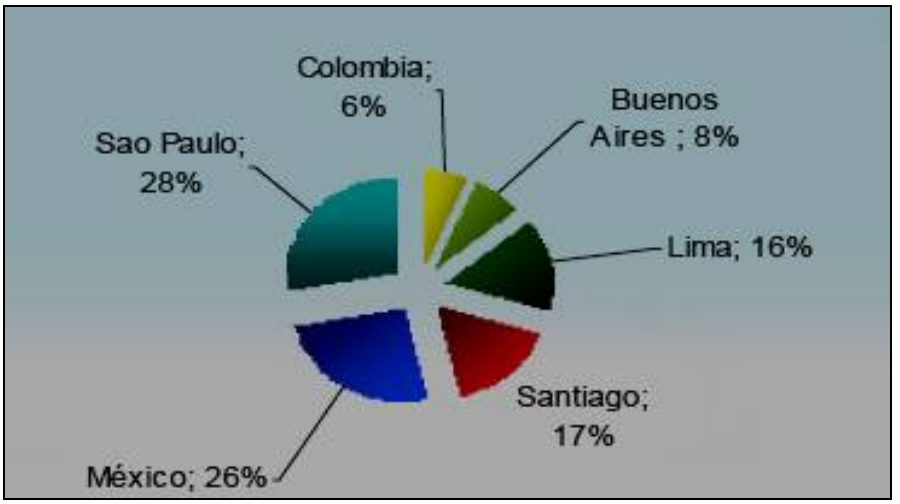
*Baja participación de extranjeros en el mercado accionario*




Fuente: SVS, 2007.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

*Porcentaje del Nº empresas listadas en el Mercado Regional*




Fuente: Wold Exchange Federación, 2008.

Para proporcionar mayor integración del inversionista extranjero se debe seguir el ejemplo de EEUU, implementando un formulario W8, acomodado a la realidad chilena, documento que al firmarse por el inversionista extranjero, éste quedará exento de impuestos, reteniendo solo a nivel de empresas. Para ello es necesario aumentar la gama de activos pertenecientes al giro de inversiones financieras.

Para integrar de mejor manera el inversionista institucional extranjero, se propone adecuar el funcionamiento del Artículo 18 Bis de la LIR. La interpretación actual de éste, solo comprende fondos mutuos y fondos de pensiones, dejando fuera de estos últimos a la mayoría de los fondos de esta naturaleza en el exterior, no incluyendo a entes importantes como son: bancos, corredores de bolsa y agentes de valores extranjeros. El artículo 18 Bis debe ser un espejo del articulo 18 Ter, pero están relacionados asimétricamente, ya que discrimina el tipo de inversionista para exención del impuesto al mayor valor.

Otro punto asimétrico entre el inversionista extranjero y el local, es la exención del artículo 24 Nº6 del DL 3475 sobre Impuesto de T y E al último agente nombrado, por los ahorros depositados por estos en la banca local. Los bancos chilenos no pueden proveer servicios de administración de caja para inversionista extranjeros, implicando una barrera para el fomento de la inversión extranjera en la compra y venta de valores e inversión en instrumentos emitidos por bancos locales.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Existe una ley sobre Plataforma de Inversiones (Nº 19.840), estructurada en la LIR, que no ha tenido utilidad para que empresas extranjeras se instalen en Chile o se asocien con empresas locales, debido a:

- La imposibilidad de registrar eficientemente en chile, una inversión extranjera en acciones extranjeras, sean o no de oferta pública (DL nº 600, 1974),
- Restricciones al financiamiento sin mayor sustento que se imponen a la sociedad plataforma,
- Tratamiento tributario discriminatorio del accionista chileno de la sociedad plataforma.

Para estos problemas es necesario que Chile siga firmando tratados de doble tributación y TLC en el ámbito financiero, permitiendo el libre flujo de capital entre Chile y los mercados suscritos a estos acuerdos.

Todas estas propuestas antes descritas, ayudan a la internacionalización del MK, que debe ser promovido por Pro Chile, aumentando en gran medida el financiamiento de este organismo. Entidad que da a conocer los bienes tangibles en el extranjero, con gran éxito, pero le falta que promueva los bienes intangibles (servicios financieros).

**Eliminación del IVA a comisiones de Intermediación Financiera (administración de fondos de inversión y fondos mutuos).**

Hay una inequidad competitiva entre la banca y los intermediadores del MK, ya que el spread bancario, según Arrau P., 2007, diferencia entre los intereses pagados por las captaciones y los intereses cobrados por sus colocaciones, o financiamiento a través de créditos bancarios, factoring y leasing, no pagan IVA. También se produce una desigualdad en la competencia de administradores de fondos mutuos y de inversión chilenos frente a sus pares extranjeros, en cuanto el valor del cobro de sus servicios es un 19 % más caro que el provisto por un administrador extranjero. Hay tres excepciones en comisiones no afectas a IVA: administración de los fondos de pensiones por el ahorro obligatorio, las primas de invalidez y sobrevivencia del sistema de AFP y por el APV.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Se trata de la eliminación de una distorsión microeconómica en el proceso ahorro e inversión. Ya que el IVA es un impuesto al consumo final de bienes y servicios, el sistema chileno también permite acreditar el IVA pagado por los bienes finales de inversión, entonces el sistema solo grava los bienes finales de consumo, precisamente para liberar el proceso de ahorro e inversión. He aquí el dilema, porque la intermediación financiera es un servicio que no esta integrado al consumo final, sino que al proceso de ahorro- inversión. Sus clientes por lo general no están integrados al sistema de IVA, por lo tanto pagan el tributo en calidad de ahorrantes.

**Autorizar la inversión de los recursos del APV en fondos de Inversión.**

La diversificación de carteras hace que el riesgo se minimice, por lo tanto aumentar las alternativas de inversión de los recursos del APV hacia nueva clase de activos como el inmobiliario y capital de riesgo, minimiza el riesgo. EL MKI autoriza a las administradoras de Fondos de inversión al negocio de APV. Pero la SVS, no ha autorizado los fondos de inversión como elegibles para el APV, argumentando que la iliquidez de las cuotas no permite traspasar los recursos a otros productos o disponer de ellos al momento de pensionarse. Si se aprueban estos productos abriría oportunidades para los clientes del APV y para los sectores a los cuales estos invertirán, como son el inmobiliario, capital de riesgo y acciones de baja capitalización. Se debe establecer un plazo remanente máximo, propuesto por los expertos, para los fondos elegibles de 10 años.

**Fomento al capital de riesgo y apoyo al emprendimiento.**

Como se ha mencionado anteriormente, las reformas MKI y MKII, dieron pasos importantes para el desarrollo de capital de riesgo, pero todavía no a tomado el auge que se esperaba. En economías que se han desarrollado aceleradamente, el capital de riesgo ha sido fundamental en esa tarea, y sobre todo en el proceso de financiamiento de la innovación.

Lo que se propone es eliminar el impuesto a las ganancias de capital para la compra/venta de empresas para todo tipo de inversionistas, cuando se den condiciones de precios verificables y transparentes. También se propone fomentar el apoyo gubernamental a la provisión de financiamiento, conocimiento técnico y gestión a

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

empresas nuevas en sus etapas tempranas de desarrollo, mediante programas de inversión conjunta entre el gobierno y redes u organizaciones privadas, para aumentar el monto y cobertura de los aportes.

**Fomentar la securitización.**

En 1999 se introdujo una modificación a la Ley de Mercado de Valores que impulsó el negocio de la securitización, teniendo un éxito parcial ya que permitió financiar a sectores que no tenían acceso al financiamiento. Lo que le falto a esta modificación es el efecto tributario de flujos futuros, ya que se debe reconocer en el momento inicial y no a medida de que el flujo se vaya devengando. Se propone es que en la cesión de flujos futuros se devengue la ganancia de la venta a medida que el flujo cedido se vaya pagando.

Otro punto para fomentar la securitización es eliminar doble pago de IVA para el caso de transferencias de bienes físicos al Patrimonio Separado, en particular para el Leasing de Maquinarias, porque el comprador que financia la operación debe pagar el IVA y si estos se transfieren a un patrimonio separado, éste tributo debe volver a pagarse, lo que hace imposible materializar una securitización con activos de esta naturaleza.

**Internacionalizar el peso.**

Existen innumerables trabas para que emisores extranjeros emitan valores en moneda nacional. Y la norma del tÍtulo XXIV de la Ley de Mercado de Valores, asume que los valores se emiten y tranzan fuera del país y en una única moneda extranjera. Por ello es necesario ampliar el universo de empresas, Estados extranjeros y organismos supranacionales que pueden emitir en Chile en diferentes monedas extranjeras o pesos. Se debe reconocer la regulación y supervisión existente en mercados externos, con los cuales se hayan suscritos TLC, y que instrumentos financieros ofrecidos en estos países se puedan ofrecer libremente en el mercado local. La idea en si, es que los chilenos pudiesen pedir dinero prestado en pesos y que los extranjeros en Chile también pidan prestado dinero en la moneda nacional, en síntesis integración mayor del mercado de deudas que funciona en pesos. La SVS, ha creado regulaciones; según Bradley R, 2008, que le permiten a las compañías extranjeras poner bonos en pesos en Chile, diversificando sus carteras de inversiones.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

También es necesario unificar el mercado cambiario, terminando con los tipos de cambios formal e informal, que ayudaría al desarrollo de servicios de asesoría financiera a clientes extranjeros.

Velasco, A.2008, propuso solicitar al Banco Central dos aspectos fundamentales:

- Permitir que el peso pueda utilizarse en transacciones financieras internacionales como moneda de pago, desde y hacia Chile.
- Permitir que los valores extranjeros o sus certificados de depósito se emitan y transen en pesos

Para que se produzcan estos cambios se requiere un liderazgo, tanto público como privado, de éste último en buscar la integración con otros mercados, promover la desmutualización de bolsas, innovar en nuevos productos e instrumentos, compromiso con la autorregulación en el sentido de solucionar los problemas con la información privilegiada, problema que no da una buena imagen de país, mejorar la transparencia de los precios en el mercado de dividas. También se requiere coordinación entre los organismos públicos y los agentes del sector privado involucrados en el mercado financiero. Para esto es necesario vender una imagen de país y de mercado al exterior; mediante servicios y características responsabilidad de ambos actores involucrados, y en lo que respecta a mercado: liquidez, integración, variedad de instrumentos, infraestructura financiera, flexibilidad, transparencia, estándares de gobiernos corporativos (proyecto que esta en tramitación en la cámara de diputados propone nuevos resguardos al uso de información privilegiada y prioriza la representación en el directorio de los accionistas minoritarios), calidad y oportunidad de la información.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# CAPÍTULO IV

## "RESPUETA DEL MERCADO ACCIONARIO CHILENO FRENTE A LA REFORMA AL MERCADO DE CAPITALES II"

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## 4.1 Hipótesis de Mercado Eficientes (HME).

La Hipótesis de Mercados Eficientes (Fama, 1970) está relacionada a la reacción de los precios de mercado a datos financieros y de otro tipo. Los precios de los activos (acciones) reflejan toda la información disponible en el mercado, pública y privada, por lo que el mercado se ajusta muy rápidamente a la oferta de nueva información, siendo ésta aleatoria y como consecuencia los cambios en los precios también lo son. Por lo tanto un mercado es eficiente si reflejan total y oportunamente la información antes descrita.

A partir de la década del 50 del siglo pasado toma gran importancia la HME, y en especial en las tres últimas décadas, ésta hipótesis ha sido estudiada en reiteradas oportunidades, resultando de gran importancia en el análisis del comportamiento del mercado de capitales en general, y en particular, de la relación existente entre la información contable pública por las empresas y los precios de sus acciones en el Mercado. Beaver, Lambert y Mourse, 1980, se dedicaron a estudiar y contractar en qué medida la comparación entre el resultado y el precio por acción permitía predecir el crecimiento futuro de los retornos, en mayor medida que el propio crecimiento presente, bajo la hipótesis de que los precios reflejan información adicional a la implícita en la cifra de los resultados de cada ejercicio.

En el Mercado local como en la mayoría de los mercados mundiales, los directores de empresas cuyas acciones se transan en la bolsa poseen información privilegiada, que usada de manera incorrecta puede traer retornos anormales a las personas que la utilicen, provocando un desequilibrio. Situación que puede afectar claramente este estudio, ya que en algún punto se puede encontrar retornos anormales y nosotros lo atribuyamos a los eventos que vamos analizar.

Según el método de “Randow Walk”, se requiere del cumplimiento de dos hipótesis centrales: por un lado que los sucesivos cambios en los precios de las acciones sean independientes entre sí y que las variaciones en los precios provengan de una determinada función de probabilidad. También requiere que los cambios de los precios en un mercado perfecto sean aleatorios, aunque esta metodología se usa de modo flexible, lo que podemos rescatar de ella es que la variación de los precios tiende a ser positiva a lo largo del tiempo, pero aleatoria en el corto plazo. Osborne (1959) demostró a través de

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

un modelo teórico que comprendía al conjunto de cambios en los precios, encontrando que los cambios en los logaritmos de ellos, en un período dado de tiempo “n” el mercado de Nueva York, se distribuían en forma aproximadamente normal con una desviación estándar proporcional a la raíz cuadrada de la longitud del período. De ese modo podía justificar que el movimiento de las cotizaciones bursátiles de las acciones seguía un mecanismo del Tipo de Randow Walk.

Lo que se debe tener claro que la recopilación y análisis de la información implica un costo, y cuando éste sea menor que los beneficios que genera la información, existirán incentivos para encontrar activos subvalorados. En los mercados cuando la información sea menos costosa de procesar la hipótesis de mercados eficientes será más aplicable, pues todos los integrantes del mercado podrán tener acceso a ella sin mayor dificultad, siendo clave la competencia entre los participantes.

Podemos encontrar distintas formas Hipótesis de Mercados eficientes, Fama (1970): HME débil, HME semi-fuerte y HME fuerte. En este punto toma gran importancia el análisis técnico y el análisis fundamental.

El análisis técnico consiste en la búsqueda de caminos recurrentes y predecibles de los precios de los activos financieros. El ajuste del precio a las nuevas condiciones del mercado es lento, por ende es posible “leer” una tendencia que pueda ser explotada a favor de analistas perspicaces. El análisis fundamental (HME semi-fuerte) tiene como objetivo encontrar beneficios sobre la evolución futura del mercado, a través del análisis

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

minucioso de éste, logrando que la información resultante sea usada por entes específicos del mercado. Estos esfuerzos se realizan en virtud de que se cree que el precio de un activo tiende a moverse buscando su valor intrínseco, por lo tanto contar con un buen estimador de este último equivale a predecir en forma exitosa el precio futuro de una acción.

Lo anteriormente mencionado nos ayudara a realizar un test sobre eficiencia del mercado, al examinar los precios y retornos a través del tiempo, metodología que en gran parte emplearemos en este capitulo.

Para ello se deben ajustar los retornos de las acciones para ver si son anormales, por lo que existen tres métodos que se resumen de la siguiente manera:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} \quad \rightarrow$$

Retorno esperado. Método Modelo de Mercado.

$$\hat{R}_{jt} = \overline{R_j} = \frac{\sum_t R_{jt}}{N} \quad \rightarrow$$

Retorno Esperado. Método Retorno Promedio Ajustado.

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt} \quad \rightarrow$$

Retorno Esperado. Método Retorno de Mercado ajustado.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Luego el Retorno Anormal es el siguiente: Retorno actual – Retorno esperado. Dependiendo del modelo que se utilice cambia el retorno esperado, pero los excesos de retorno son medidos siempre de ésta manera.

Para medir los efectos reales de un evento sobre los precios accionarios, los Retornos Anormales son acumulados a través del tiempo. El analista elegirá los espacios (ventanas) de acumulación y longitud, dependiendo del grado de interés que tenga.

Así se podrá apreciar en que punto ocurren los retornos anormales y obtener conclusiones que nos aclaren ciertas conductas del mercado y las razones de estos movimientos.

## 4.2 Hipótesis a probar.

El objetivo de éste capitulo es determinar si en cuatro fechas relevantes del MKII, se produjeron retornos anormales accionarios en el mercado de capitales chileno, tanto en el día del evento o en los días que lo rodean, las cuales se expondrán a continuación:

- 25 de Junio del 2003, día posterior en que los principales entes del Mercado expusieron su opinión respecto de los contenidos del Proyecto de Ley MKII, dados a conocer por el Ministerio de Hacienda.
- 21 de Marzo del 2007, tercera instancia de tramitación en el parlamento, en donde la Cámara de diputados aprueba con importantes cambios el proyecto MKII.
- 17 de Mayo del 2007, Promulgación de la Ley 20.190
- 05 de Junio del 2007, Publicación de la Reforma al Mercado de Capitales II en el Diario Oficial.

Se tomó en cuenta la fecha del 25 de Junio del 2003, ya que diversos agentes del Mercado de Capitales expusieron su opinión referente a ésta reforma, destacándose los argumentos de: Esteban Alvano (Presidente de la Cámara de Comercio), Fernando Yáñez (Gerente General Depósito Central de Valores), Flavio Valdivieso (Gerente General de Bandesarrollo), Juan Carlos Spencer (Gerente General Bolsa Electrónica), Christian Larraín (Consultor Financiero), entre otros. Y como el Mercado financiero principalmente funciona por especulaciones, tomamos en consideración la fecha posterior a éstas

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

opiniones porque la información se hace pública y se encontraba en conocimiento de los Inversionistas.

En segundo lugar, la tercera instancia de aprobación de éste proyecto en el congreso, 21 de Marzo del 2007, evento en el cual se concordaron los últimos grandes cambios a éste proyecto en la Cámara de Diputados.

En Tercer lugar se consideró el día 17 de Mayo del 2007, fecha de promulgación de la Ley Nº 20.190, porque consideramos que el Mercado estuvo al tanto de las modificaciones impuestas por la Ley.

Y por último el 05 de Junio del 2007, publicación de la Reforma MKII, donde empieza regir los contenidos de dicha Ley.

En consecuencia la hipótesis Nula (Ho) e hipótesis alternativa, a probar, (H1) son:

Ho: No existen retornos anormales en torno a los eventos en estudio.

H1: Presencia de retornos anormales en torno a los eventos en estudio.

Por ello, es relevante comprobar si los eventos seleccionados producen una respuesta favorable en el Mercado Accionario Chileno, y posteriormente evaluaremos los retornos anormales con sus respectivos test estadísticos para cada uno de los eventos.

## 4.3 Datos y Metodología.

Con la finalidad de estudiar el efecto que produjo el MKII en el mercado accionario chileno, se utilizará la metodología de “Estudio de Eventos” de Mackinlay (1997). Esta metodología consiste en determinar la presencia de retornos anormales ocasionados por el evento bajo estudio en los días alrededor al acontecimiento.

Los datos utilizados corresponden a los precios de cierre del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) y el índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA). Precios que se han utilizado en gran parte de las investigaciones de ésta envergadura, ya que

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

representan las tendencias y fluctuaciones del mercado ante distintos acontecimientos o noticias, y en ellos se deberían ver representadas sus consecuencias.

De esta manera se asocia el "día 0" como el día en que ocurre el evento y llega la información al mercado. Por lo que, si el mercado es eficiente los precios se ajustarán de acuerdo a la información recibida, catalogándola como buena o mala noticia, logrando cuantificar ese efecto a través de la detección de un retorno por sobre lo esperado.

Se estudiarán los días situados alrededor de la ocurrencia del evento. El análisis previo a la fecha del evento nos indicará si la información fue filtrada, y el periodo posterior nos indicará que no todos los agentes reciben la información en forma simultánea y eventualmente podría existir un rezago en la reacción de los inversionistas en los precios accionarios. Se denomina "ventana de estudio" al día del evento y a los días situados alrededor de éste, siendo simétricos el periodo previo y posterior al acontecimiento.

Se utilizarán los precios de cierre de los índices correspondientes a 280 observaciones, de las cuales 240 son previas al evento y 40 posteriores. Los primeros 200 precios fueron requeridos por el "Método de Retorno Promedio Ajustado" y el resto de las observaciones constituyen las ventanas de estudio del experimento.

Para los experimentos de este tipo debemos verificar que los retornos a medir, estén libres de otros factores distorsionadores que afecten la magnitud de los retornos en estudio, por esto la técnica empleada, Método de Retorno Promedio Ajustado que intenta eliminar elementos ajenos al evento.

Para demostrar la hipótesis en cuestión, es necesario seguir los siguientes pasos:

- Se calcularán los retornos diarios de cada índice mediante la ecuación (1):

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{j(t-1)}}{P_{j(t-1)}} \qquad (1)$$

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Donde:

$R_{jt}$ Retorno del índice j en el día t.

$P_{jt}$: Precio del índice j en el día t.

Posteriormente se calcularán los promedios de rentabilidad de los índices de -240 a -41 días respecto a cada evento siendo éste, el día 0 (normal), tal como lo indica la ecuación (2).

$$\hat{R}_{jt} = \overline{R_j} = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{jt}}{200} \qquad (2)$$

Donde:

$\hat{R}_{jt}$ : Retorno normal del índice j en el día t.

$\bar{R}_j$ : Retorno promedio del índice j.

$R_{jt}$: Retorno del índice j en el día t.

Llegando a medir el exceso de retorno en cada día de la siguiente ecuación (3):

$$ER_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt} \qquad (3)$$

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Donde:

$ER_{jt}$: Exceso de Retorno del índice j en el día t.

La medición antes descrita se efectuará desde el día -10 hasta el 10, período que incluye todas las ventanas que se utilizarán para analizar sí existen retornos anormales en torno al día 0 y si estos son o no significativos.

Para cada día en torno al evento, los ER de los dos índices existentes en Chile, IPSA e IGPA, serán promediados obteniendo los "Excesos de Retorno Promedio (ERP)", que tiene la finalidad aislar más aún los retornos anormales de efectos ajenos al evento, como lo indica la ecuación (4):

$$ERP_t = \frac{\sum_j ER_{jt}}{2} \qquad (4)$$

Donde:

$ERP_t$: Exceso de Retornos Promedio en el día t.

Con estos cálculos se busca el ERPA (Exceso de Retornos Promedio Acumulados) que es la suma de todos los Retornos en Exceso Promedio dentro de una ventana predispuesta, resultado con el que determinaremos si en realidad dentro de un número de días, el evento en cuestión ocasionó retornos anormales.

Se calculó de la siguiente manera, ecuación (5):

$$ERPA_{t,t+k} = \sum_t^{t+k} ERP_t \qquad (5)$$

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Donde:

$ERPA_{t,t+k}$: Exceso de Retorno Promedio Acumulado en la ventana (t, t+k).

K : Días de amplitud de la ventana.

Para el estudio final de efectos sobre los retornos y su significancia se considerarán las siguientes ventanas, donde t = 0 es el día del evento:

| Ventana | De | Hasta |
|---|---|---|
| 1 | 0 | 0 |
| 2 | -1 | 0 |
| 3 | 0 | 1 |
| 4 | -1 | 1 |
| 5 | -5 | 5 |
| 6 | -5 | 0 |
| 7 | 0 | 5 |
| 8 | -10 | 0 |
| 9 | 0 | 10 |
| 10 | -10 | 10 |

## Test de significancia estadística.

Para verificar si los ERPA de cada uno de los eventos estudiados serán estadísticamente significativos se utilizará un Test de Student (test – t). Para esta herramienta estadística se debe comparar un t calculado con un t crítico que depende del nivel de confianza del test. En este caso se evaluarán los t calculados al 10%, 5% y al 1% de significancia. El test se conformó como se indica en la ecuación (6)

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

$$t = \frac{ERPA_{t,t+k}}{\sqrt{k} * \sigma_{ERP}} \qquad (6)$$

Con:

$\sigma_{ERP}$ Desviación estándar de los ERP desde el día -11 al -210.

$\sqrt{k}$ : Raíz cuadrada de los días de amplitud de la ventana.

## 4.4 RESULTADOS.

**25 de junio de 2003.**

Este es el día posterior en que los principales entes participantes del Mercado de Capitales dieron a conocer sus impresiones sobre el comunicado del ministerio de hacienda entorno al contenido del proyecto de Ley de MKII.

Los siguientes gráficos nos muestran la tendencia seguida por los Excesos de Retornos promedio de los índices IGPA e IPSA, desde el día – 40 al 40 alrededor del evento.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Gráfico Nº 1 Exceso de Retorno Promedio IGPA.**

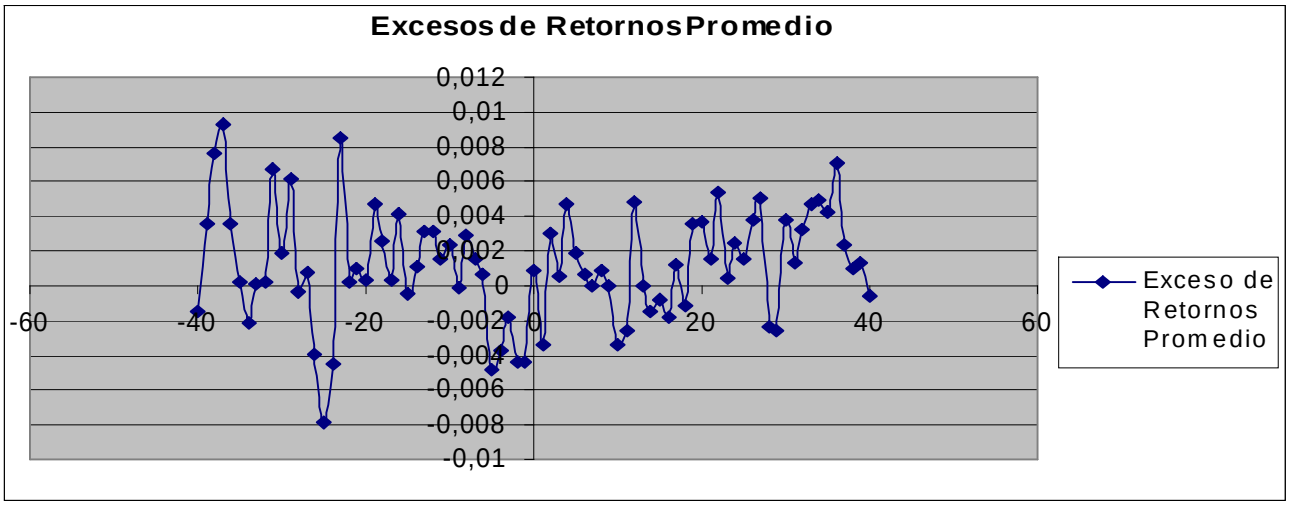
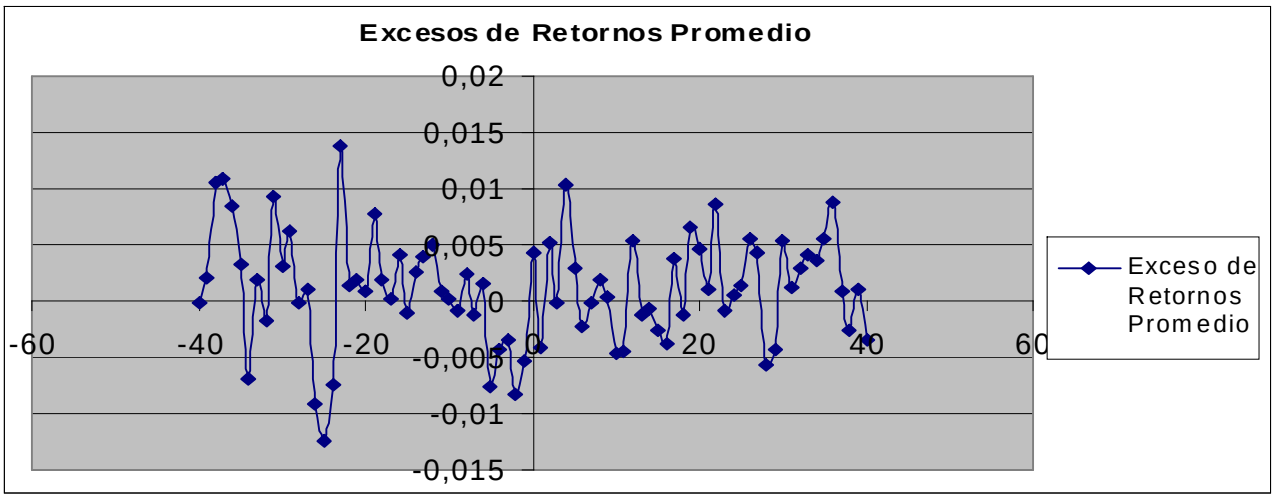



**Gráfico Nº 2 Exceso de Retorno Promedio IPSA.**




Para la observación en el día 0, 25 de junio 2003, tiene un ERP 0.0875% lo que indica que el retorno Promedio del índice IGPA estuvo muy cercado al Retorno considerado normal para el periodo. Lo cual también se manifiesta en el índice IPSA el cual tiene un Retorno Promedio de 0.4256% considerado Normal.

A través de los gráficos anteriores no encontramos ningún día alrededor del evento que tenga Retornos considerados anormales.

En los cuadros siguientes se analizarán los ERPA en torno al evento desde el día -10 al 10 con sus respectivos test de significancia.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Cuadro Nº 2 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IGPA del 25 junio 2003.**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | 0,0875% | 0,24791854 |
| (-1,0) | -0,3488% | -0,69864086 |
| (0.1) | -0,2542% | -0,50919473 |
| (-1,1) | -0,6905% | -1,12932947 |
| (-5,5) | -1,1411% | -0,97470122 |
| (-5,0) | -1,8137% | -2,09756765 |
| (0.5) | 0,7601% | 0,87902828 |
| (-10,0) | -1,0721% | -0,91577492 |
| (0.10) | 0,5713% | 0,48795326 |
| (-10.10) | -0,5884% | -0,36373485 |

**Cuadro Nº 1 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IGSA.**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | 0,4256% | 0,915855535 |
| (-1,0) | -0,1031% | -0,156847016 |
| (0.1) | 0,0181% | 0,027508466 |
| (-1,1) | -0,5106% | -0,634373924 |
| (-5,5) | -1,0690% | -0,693519823 |
| (-5,0) | -2,4707% | -2,170366543 |
| (0.5) | 1,8273% | 1,605232719 |
| (-10,0) | -2,2584% | -1,465214853 |
| (0.10) | 1,3491% | 0,875276372 |
| (-10.10) | -1,3349% | -0,626822188 |

Los cuadros anteriores expresan la significancia estadística a través de la t de student, los cuales se puede destacar la ventana (0,5), con un ERPA de 1.8273 % (IPSA), con un nivel de confianza de 90 %. Otra ventana a destacar por el nivel de confianza de un 95 % es la (-5,0). Sin embargo los ERPA en su mayoría no son significativos, tanto por el porcentaje obtenido como por el test de significancia.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**21 de Marzo de 2007.**

Tercera instancia del Proyecto de Ley MKII en el Parlamento, en que la Cámara de Diputados aprueba con grandes modificaciones la reforma, para que posteriormente el Senado acepte estas modificaciones, enviando la Ley al Poder Ejecutivo.

**Gráfico Nº 3 Exceso de Retorno Promedio IGPA.**

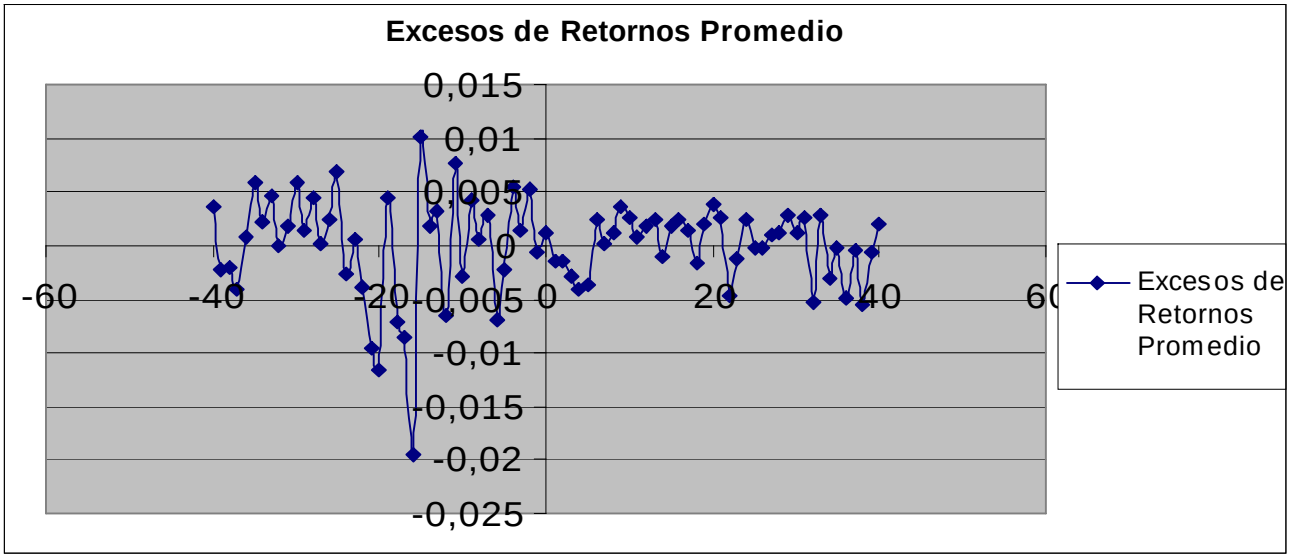
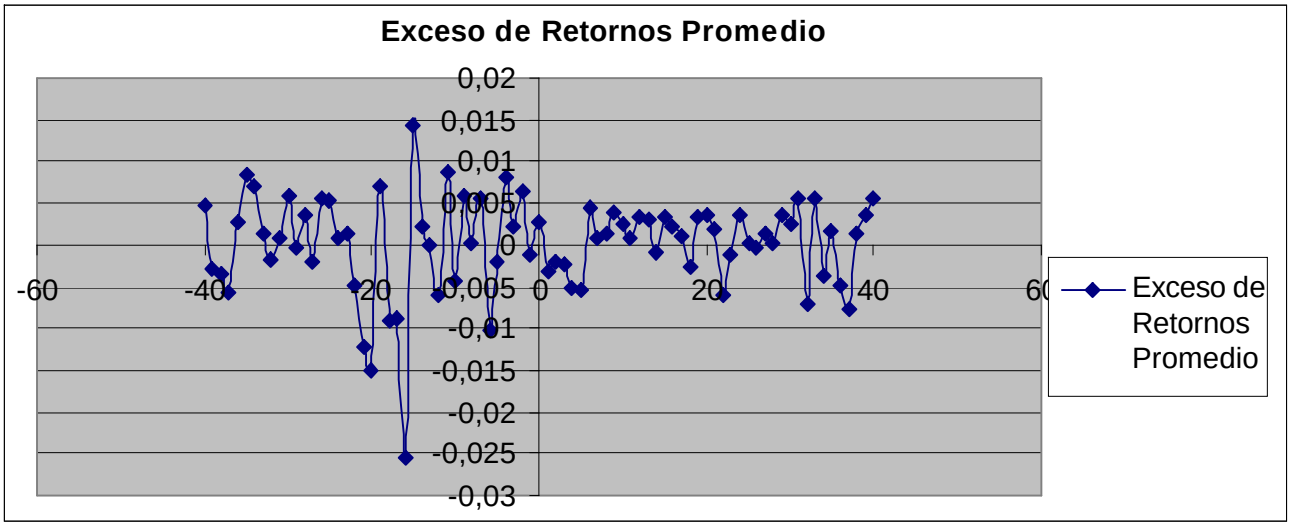



**Gráfico Nº 4 Exceso de Retorno Promedio IPSA.**



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Como era de esperar las fluctuaciones del mercado, expresadas en los ERP, estuvieron dentro del margen catalogado como normal. Por lo tanto no es posible destacar ninguna observación cercana al evento ni con rendimientos positivos ni negativos relevantes.

**Cuadro Nº 3 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IGPA.**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | 0,1127% | 0,30075565 |
| (-1,0) | 0,0463% | 0,08737844 |
| (0.1) | -0,0264% | -0,04972658 |
| (-1,1) | -0,0915% | -0,14092199 |
| (-5,5) | -0,3197% | -0,2571992 |
| (-5,0) | 1,0323% | 1,12451831 |
| (0.5) | -1,2406% | -1,35138246 |
| (-10,0) | 0,8235% | 0,66250358 |
| (0.10) | -0,2434% | -0,19579299 |
| (-10.10) | 0,4687% | 0,27289721 |

**Cuadro Nº 4 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IPSA.**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | 0,2838% | 0,58431719 |
| (-1,0) | 0,1758% | 0,25602592 |
| (0.1) | -0,0285% | -0,04147981 |
| (-1,1) | -0,1364% | -0,16217952 |
| (-5,5) | -0,1577% | -0,09791264 |
| (-5,0) | 1,6560% | 1,39215374 |
| (0.5) | -1,5299% | -1,28618158 |
| (-10,0) | 1,3792% | 0,85632776 |
| (0.10) | -0,2292% | -0,14229693 |
| (-10.10) | 0,8663% | 0,38926911 |

Dentro de nuestro estudio, analizamos los ERPA al nivel de confianza al 90%, 95% y 99%, por lo tanto en éste evento no hay resultado importante que pueda ser corroborado por el Método Estadístico.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**17 de Mayo del 2007.**

Este es el día en que la Presidenta de la República promulga la Ley 20.190, dando a conocer por medio del Ministerio de Hacienda sus contenidos en forma general. Por ello analizamos el impacto de este evento en el Mercado de Capitales chileno.

**Gráfico Nº 5 Exceso de Retorno Promedio IGPA.**

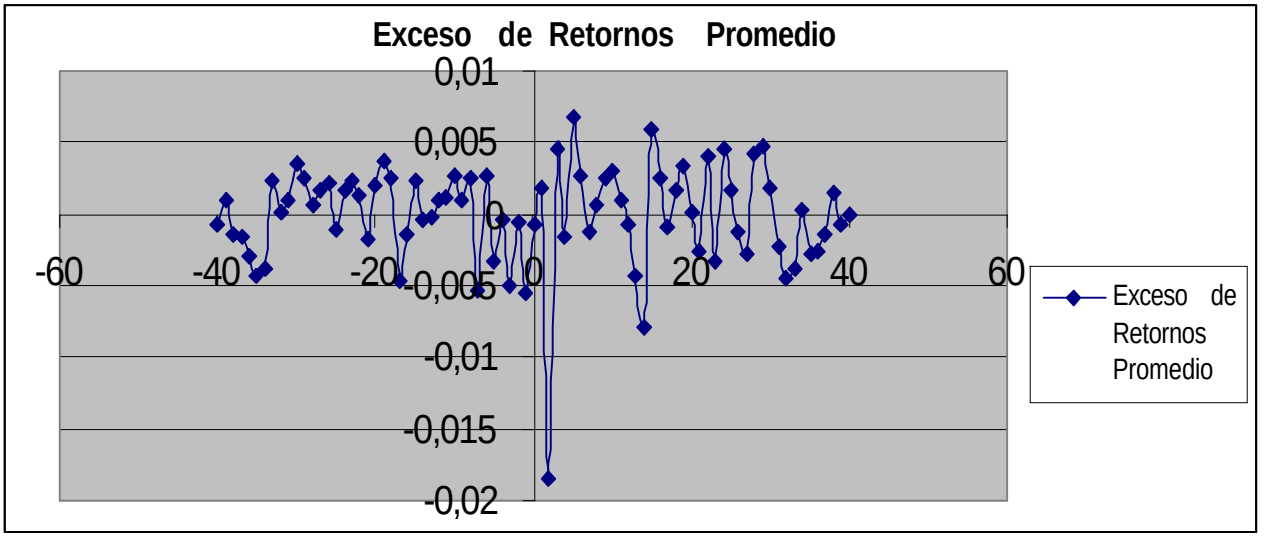
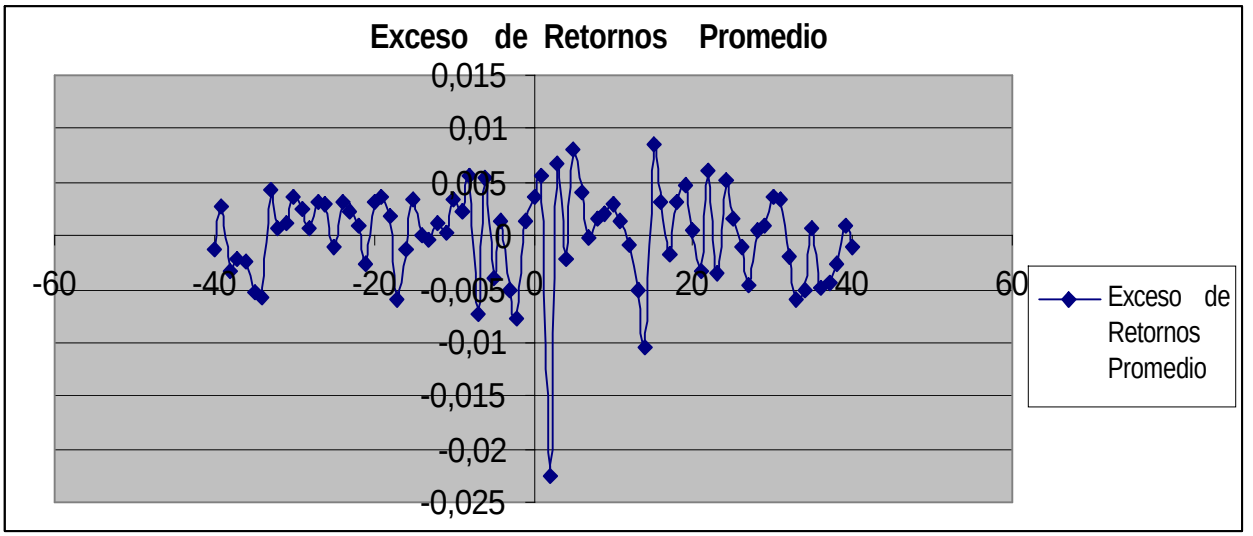



**Gráfico Nº 6 Exceso de Retorno Promedio IPSA.**



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Como lo corroboran estos gráficos, los porcentajes de variación ERP cercanos al evento, no tienen retornos anormales significantes a destacar.

A continuación estos resultados son corroborados con la tabla de los test estadísticos.

**Cuadro Nº 5 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IGPA.**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | -0,0688% | -0,20223132 |
| (-1,0) | -0,6208% | -1,29126442 |
| (0.1) | 0,1218% | 0,25341882 |
| (-1,1) | -0,4308% | -0,73153027 |
| (-5,5) | -2,2234% | -1,97181232 |
| (-5,0) | -1,5339% | -1,84193916 |
| (0.5) | -0,7577% | -0,90983777 |
| (-10,0) | -1,1952% | -1,05998341 |
| (0.10) | -0,0033% | -0,00291881 |
| (-10.10) | -1,1303% | -0,7254785 |

**Cuadro Nº 6 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IPSA.**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | 0,3495% | 0,81001446 |
| (-1,0) | 0,4805% | 0,78729808 |
| (0.1) | 0,9051% | 1,4831176 |
| (-1,1) | 1,0360% | 1,38612457 |
| (-5,5) | -1,4931% | -1,04325654 |
| (-5,0) | -1,0560% | -0,9990605 |
| (0.5) | -0,0876% | -0,08282853 |
| (-10,0) | -0,1246% | -0,08708636 |
| (0.10) | 0,9523% | 0,66539313 |
| (-10.10) | 0,4781% | 0,24178807 |

Si bien en las ventanas (-1,1) y (0,1) IPSA, hay leve aumento en los ERPA 0,905% y 1.036 % respectivamente, estos no son signicativos, además que no alcanzan al 90% del Test de significancia probados con la t de student.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**05 de Junio 2007**.

Publicación de la Ley de MKII en el Diario Oficial, cuya tramitación en el congreso duro aproximadamente cuatro años.

A continuación se presentarán los ERP en torno al evento.

**Gráfico Nº 7 Exceso de Retorno Promedio IGPA.**

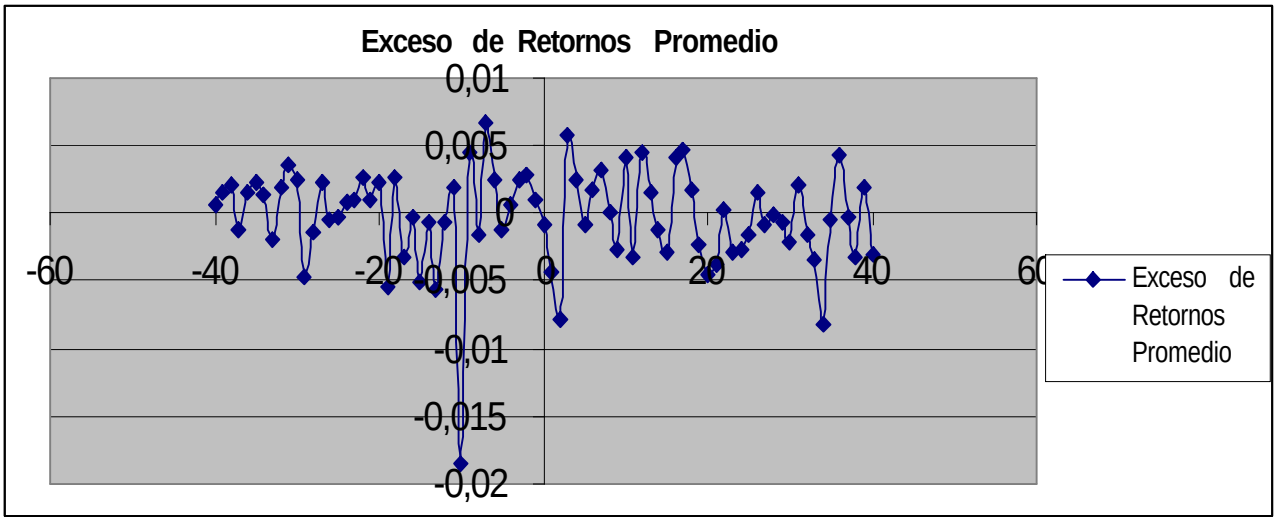
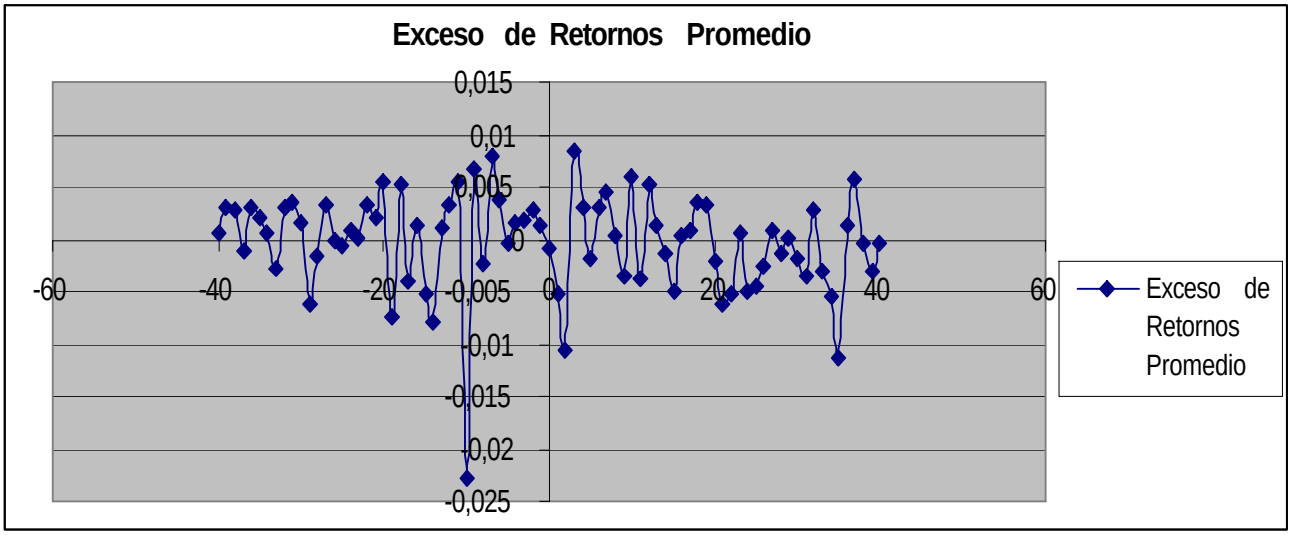



**Gráfico Nº 8 Exceso de Retorno Promedio IPSA.**



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Los ERP analizados desde el día -40 al 40 a través de los gráficos anteriores no expresan ningún comportamiento anormal en torno a la fecha de publicación o que manifiesten alguna tendencia a largo plazo debido a sus fluctuaciones.

**Cuadro Nº 7 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IGPA**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | 0,4256% | 1,24718338 |
| (-1,0) | 0,0086% | 0,01781011 |
| (0.1) | -0,5233% | -1,084329 |
| (-1,1) | -0,4305% | -0,72830427 |
| (-5,5) | -0,0283% | -0,0250015 |
| (-5,0) | 0,4734% | 0,56625216 |
| (0.5) | -0,5859% | -0,70087042 |
| (-10,0) | -0,1811% | -0,15998636 |
| (0.10) | 0,0333% | 0,02940537 |
| (-10.10) | -0,0636% | -0,04064585 |

**Cuadro Nº 8 Exceso de Retorno Promedio Acumulados IPSA**

| Ventana | ERPA | t calculado |
|---|---|---|
| (0.0) | -0,0688% | -0,15793468 |
| (-1,0) | 0,0400% | 0,06490846 |
| (0.1) | -0,6222% | -1,01071709 |
| (-1,1) | -0,4932% | -0,65414864 |
| (-5,5) | 0,0055% | 0,00379848 |
| (-5,0) | 0,6284% | 0,58934558 |
| (0.5) | -0,7120% | -0,66771234 |
| (-10,0) | -0,0305% | -0,02109519 |
| (0.10) | 0,3193% | 0,22117027 |
| (-10.10) | 0,3779% | 0,18944165 |

A grandes rasgo los ERPA no manifiestan cambios relevantes en el Mercado de Capitales Chileno con la Publicación de la Ley reflejado en que los resultados no superaron el 1% catalogado como Exceso de Retorno Promedios Acumulados. Además los test de Nivel de Confianza no arrojaron resultados dentro de los parámetros del análisis.

Por lo tanto se acepta la Hipótesis Nula (Ho) para cada evento, ya que no existen Retornos anormales en los distintos acontecimientos estudiados.

En los Anexos se dará mayor amplitud a los gráficos de “Excesos de Retornos Promedios” para cada fecha, desde el -240 hasta el 40; además de los “Retornos Diarios” utilizados para el estudio de cada evento.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

## CONCLUSIONES

El Mercado de Capitales es muy importante dentro de la economía chilena, ya que es una estructura en la cual se encuentran oferentes y demandantes de recursos financieros, otorgando a estos entes un ahorro en los costos de transacción y la obtención de riquezas. En las últimas décadas el mercado de capitales ha experimentado numerosos avances, fortaleciendo a un mejor desarrollo, competitividad, liquidez y eficiencia de éste.

En materias como Capital de Riesgo, OPAS, Ahorro Previsional Voluntario Colectivo, Chile ha tomado como ejemplo las medidas adoptadas por EE.UU. adecuándolas a la realidad del Mercado de Capitales Chileno, como quedo de manifiesto en el Capítulo Nº II, existiendo variadas similitudes entre los dos mercados, incentivando el flujo de recursos entre los dos países.

En lo que respecta a Capital de Riesgo se ha ido perfeccionando con las reformas introducidas, otorgando mayores beneficios tributarios, múltiples fuentes de financiamiento, pero queda en evidencia que todavía faltan medidas para impulsar éste mercado, ya que es difícil acertar en el comportamiento de ésta industria, porque existen diversos factores, como la cultura conservadora del inversionista chileno adverso al riesgo, factores de volatilidad, y más aún hoy en día con la crisis financiera mundial.

En lo que respecta al APVC, en Chile hay que esperar el comportamiento de ésta medida, debido al poco tiempo que lleva vigente, y la conducta que tendrán tanto en los empleadores como los trabajadores para acogerse a éste régimen. Pero queda en evidencia que en EE.UU. ha sido un éxito, sin dejar de lado los problemas plasmados en el Capitulo II, en cuanto a la seguridad de inversión de los planes 401 k estadounidense similar a los APVC.

El MKI fue un paso importante en el desarrollo del Mercado de Capitales, normativa que desregularizó y le dio mayor eficiencia, flexibilizando algunas inversiones, creando y modificando beneficios tributarios en diferentes áreas del mercado, lo que llevo a que un sin numero de personas se integrara ha éste sector de la economía. Después de su publicación hubo un repunte en la economía chilena, en parte atribuible a esta

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

normativa, que en conjunto con otras, llevaron a que el mercado se situara en uno de los mejores de Latinoamérica.

Entre los principales contenidos del MKII se encuentra el incentivo al financiamiento del Capital de Riesgo, destacando los siguientes puntos: beneficio al capital semilla con incentivos tributarios, creación de una nueva entidad societaria flexible llamada SPA, ampliación de la gama de inversiones y recursos de CORFO, posibilidad de inversión de hasta el 1 % de activos de los bancos en cuotas de fondos de inversión en capital de riesgo, creación de una nueva normativa llamada Ley Prendas sin Desplazamiento, entre otros incentivos. Estas medidas son un gran paso para el Capital de Riesgo, pero personas especializadas en el tema creen que son necesarias nuevas modificaciones, incluidas en el capítulo III, para fortalecer ésta industria.

Para mejorar la seguridad del mercado chileno, debido a algunos acontecimientos que dejaron a la luz falencias en esta materia (caso CORFO- INVERLINK), se otorgaron mayores atribuciones a la SVS en cuanto a supervisión y fiscalización, para que no ocurran éste tipo de fraudes. También se implementaron otras medidas que se hacían necesarias, para dar una imagen de país en materia de seguridad, y así fomentar la inversión extranjera.

Diferentes estudios internacionales tienen catalogado al mercado de capitales chileno, como uno de los líderes en Latinoamérica, en cuanto al desarrollo del mercado financiero. El MKII trae un sin numero de medidas referidas a ésta área, en post de modernizar la estructura financiera, para ir a la par con los Mercados Internacionales.

Podemos decir que las medidas introducidas al mercado de capitales, si bien han contribuido al desarrollo de éste, y han sido un paso importante en la modernización del mismo, existe nuevas propuestas para modernizar el mercado, desarrolladas tanto por entes especializados como por personeros del gobierno (MKIII).

En lo que respecta al impacto de la Reforma MKII en el mercado accionario, mediante el análisis de los índices bursátiles IGPA e IPSA, a través de la Hipótesis de Mercados Eficientes, reflejo que los Excesos de Retornos Promedios estudiados en las cuatro fechas, estuvieron similares a los retornos normales, por lo tanto se puede concluir que el impacto al mercado accionario fue menor a las expectativas existentes. Esto se

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

puede traducir en que las medidas no incentivaron a los inversionistas del mercado accionario. Lo cual puede estar asociado a que las reformas han sido realizadas paulatinamente a través del tiempo (MKI, MKII), y no de manera conjunta, y en nuestra opinión, puede haber contribuido a aminorar el impacto de las medidas.

Además a través de los textos leídos, ocurre un hecho que se repite en las dos reformas, el cual consiste que al poco tiempo de promulgarse la ley de mercado de capitales I, específicamente en el año 2002, mediante la agenda pro crecimiento se daba a conocer los cimientos del desarrollo de la próxima reforma (MKII). Posteriormente sucedió algo similar con MKII, incluso cuando este proyecto estaba próximo a ser despachado al segundo trasmite de senado, habían artículos en la prensa, como el de libertad y desarrollo enero 2007, en el cual la catalogaban de Ley miscelánea debido a que según este centro de investigación, no tenia alcance, sino más bien era un conjunto de reacciones a problemas detectados a la ley vigente, y mientras no se hagan transformaciones profundas a las regulaciones, cualquier legislación que se apruebe tendrá cuanto mucho un efecto positivo meramente marginal.

Todo lo anterior crea una sensación de disconformidad, por lo tanto las expectativas de los entes del Mercado se aminoran, provocado que no haya impacto positivo en el Mercado accionario.

Otra explicación que podría justificar el comportamiento del mercado accionario es que en las fechas estudiadas, éste ya habría descontado con anterioridad el mayor o menor valor de mercado, por lo tanto el mercado chileno, a través del tiempo en que duro la tramitación de la reforma, proceso la información y reacciono como un Mercado Eficiente.

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# BIBLIOGRAFÍA

## Libros

Manual de Consultas Tributarias, Julio 2007. Aspectos tributarios de la Ley Nº 20.190, mercado de capitales II. Santiago, Lexis Nexis. pp. 17-26.

Manual de Consultas Tributarias, Agosto 2007. Fondos de inversión e incentivos al capital de riesgo. Santiago, Lexis Nexis. pp. 95-156.

Manual de Consultas Tributarias, Junio 2008. Los Fondos de inversión privados: Aspectos tributarios. Santiago de Chile. LegalPublishing. pp. 15-18.

## Memorias

León, M. y Riquelme, F. 2004. Aspectos tributarios de la reforma al mercado de capitales. Memoria de Contador Auditor. Chillán, Universidad del Bío Bío, Facultad de Ciencias Empresariales.

## Sitios www (World Wide Wed)

Arrau P, 2007. La banca, el mercado de capitales y el IVA [en línea] <http://www.capital.cl/blog/index.php?p=951> [consulta: 23 Septiembre 2008]

Aspectos Generales del Mercado de Valores [en línea] <http://www.ministeriopublico.cl/RepositorioMinpu/Archivos/Minpu/Delitos%20econ%C3%B3micos/313%20anexo.doc> [consulta: 15 Julio 2008]

Biblioteca del Congreso Nacional de Chile – BCN [en línea] <http://www.bcn.cl/lc/bleyes/> [consulta: 07 Septiembre 2008]

Bolsa de Corredores – Bolsa de Valores [en línea] <http://www.bovalpo.com/site/boletines/boletin.pdf> [consulta: 10 Junio 2008]

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Bolsa de Santiago [en línea] <http://www.bolsadesantiago.cl> [consulta: 28 Agosto 2008]

Bolsa Electrónica de Chile [en línea] <http://www.bolchile.cl/portal/portal/becsite/home> [consulta: 20 Agosto 2008]

Brealey y Myers, 1988.La Eficiencia en el Mercado Bursátil Español [en línea] <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/lgc/01-Eficiencia.pdf> [consulta: 15 Noviembre 2008]

Business Chile, 2006. Reforma al Mercado de Capitales [en línea] <http://www.businesschile.cl/portada.php?w=old&id=346&lan=es> [consulta: 05 Octubre 2008]

Campos P, 2003. OPAS Norteamericanas en Chile. Seminario de Título de Ingeniero Comercial. Santiago de Chile, Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas [en línea] <http://www.cybertesis.cl/tesis/uchile/2003/campos_p2/sources/campos_p2.pdf> [consulta: 16 Agosto 2008]

Cartagena E, 2007. Centros Financieros: Naturaleza, factores de éxito y experiencias [en línea] <http://www.bcr.gob.sv/publicaciones/boletin_economico/boletin_2003/boletin_20030506_b_centros_financieros_naturaleza_factores.pdf> [consulta: 06 Septiembre 2008]

Circular Nº 3.446, SBIF, 2008 sobre APVC [en línea] <http://www.sbif.cl/sbifweb/internet/archivos/publicacion_6961.pdf> [consulta: 06 Noviembre 2008]

Concejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, 2008. [en línea] <http://www.consejoreformaprevisional.cl/documentos/audiencias/02-05-2006-Principal.pdf> [consulta: 10 Noviembre 2008]

Corvalán E, y Muñoz F. 2004. Atentados y su Impacto en el Mercado de Capitales Chileno. Seminario de Ingeniero Comercial. Santiago, Universidad de Chile, Facultad de

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Ciencias Económicas y Administrativas [en línea] <http://www.cybertesis.cl/tesis/uchile/2004/corvalan_e/html/index-frames.html> [consulta: 10 Junio 2008]

Costa R. Propuestas para el mercado de capitales [en línea] <http://www.lyd.org/english/banners/socialsecurity/prop_merc_capitales.pdf> [consulta: 10 Agosto 2008]

Cotizaciones Histórica IGPA e IPSA [en línea] <http://www.infomercados.com/webn/actualidad/HistoricoValor.asp?TI=IGPA&N=IGPA%20INDEX&M=I> [consulta: 10 Noviembre 2008]

Diario Financiero, 2003. Reacciones a la reforma del mercado de capitales II [en línea] <http://www.ceo.cl/609/article-33077.html> [consulta: 17 Junio 2008]

El Mercado Estadounidense [en línea] <http://es.wikipedia.org/wiki/Bolsa_de_valores> [consulta: 20 Octubre 2008]

El Mercurio, 2008. La revolución del APVC. Economía y Negocios [en línea] <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=49363> [consulta: 25 Noviembre 2008]

Gómez F, Madariaga J, Ugarte J. 1988. La eficiencia en el Mercado Bursátil Español [en línea] <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/lgc/01-Eficiencia.pdf> [consulta: 10 Octubre 2008]

Fama E, 1970. La Teoría de los Mercados Eficientes [en línea] <dialnet.unirioja.es/servlet/fichero_articulo?codigo=2497646&orden=0 - > [consulta: 10 Noviembre 2008]

Grupo Mercado de Capitales, 2007. Hacia una Nueva Reforma del Mercado de Capitales 75 propuestas de modernización [en línea] <http://www.icare.cl/eventos_anteriores_2007/Mercado_de_Capitales_2007/HaciaunaNuevaReformadelMercadodeCapitales.pdf> [consulta: 30 Octubre 2008]

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Hipótesis de Eficiencia de los Mercados [en línea] <http://es.wikipedia.org/wiki/Hip%C3%B3tesis_de_eficiencia_de_los_mercados> [consulta: 15 Noviembre 2008]

Instrumentos del Mercado de Valores [en línea] <www.svs.cl/sitio/mercadodevalores/educacion/guía/instrumentos> [consulta: 02 Agosto 2008]

La Hipótesis del Random Walk en el Mercado de Valores de la Argentina. Período 1992-2000 [en línea] <http://www.eco.unc.edu.ar/organizacion/departamentos/economia/Doc_de_Trabajo_N7_(Swoboda).doc> [consulta: 06 Diciembre 2008]

Libertad y Desarrollo, 2007. Mercado de Capitales II ¿Reforma o una Ley Miscelánea? [en línea] <http://www.lyd.com/lyd/controls/neochannels/neo_ch3809/deploy/tp-805-mercado%20de%20capitales%20ii%20reforma%20o%20ley%20miscelanea-12-01-2007.pdf> [consulta: 22 Diciembre 2008]

Libertad y Desarrollo, 2008. Posición Competitiva de Chile y Estrategia de Desarrollo [en línea] <http://www.lyd.com/lyd/controls/neochannels/neo_ch3864/deploy/tp-873-posicion%20competitiva%20de%20chile%20y%20estrategia%20de%20desarrollo-13-06-2008.pdf> [consulta: 08 Diciembre 2008]

Ministerio de Hacienda, 2007. ¿Qué es el Mercado de Capitales Chileno? [en línea] <http://www.hacienda.cl/preguntas.php?opc=showContenido&id=600&nav_id=182&contar=1&tema_id=&code=sae4DEwQn/6ks> [consulta: 20 Julio 2008]

Ministerio de Hacienda. Primera Reforma al Mercado de Capitales [en línea] <http://www.hacienda.gov.cl/publicaciones.php?opc=explore&id=113&actual=112> [consulta: 10 Junio 2008]

Ministerio de Hacienda. Segunda Reforma al Mercado de Capitales [en línea] <http://www.hacienda.gov.cl/publicaciones.php?opc=explore&id=114&actual=112> [consulta: 15 Julio 2008]

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

Roberts H, 1967. La eficiencia y el equilibrio en los Mercados de Capital [en línea] <http://www.ucm.es/info/jmas/temas/eficienc.pdf> [consulta: 12 Noviembre 2008]

S.I.I., Circular Nº 34 del 20 de Junio 2007. Tratamiento Tributario de las ganancias de capital obtenidas en las inversiones de capital de riesgo, según lo establecido por la Ley Nº 20.190. [en línea] <http://www.sii.cl/documentos/circulares/2007/circu34.htm> [consulta: 30 Septiembre 2008]

Superintendencia de AFP [en línea] <http://www.safp.cl/sist_previsional/index.html> [consulta: 04 Junio 2008]

Superintendencia de Valores y Seguros [en línea] <http://www.svs.cl/sitio/acerca/quees.php> [consulta: 08 Junio 2008]

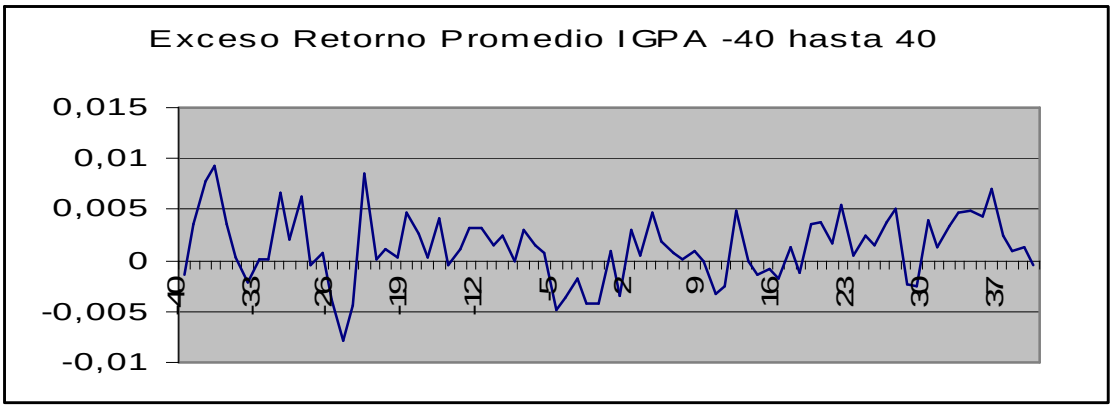
Velasco A, 2008. Reforma al Mercado de Capitales III [en línea] <http://www.minhda.cl/publicaciones.php?opc=showContenido&id=13076&nav_id=10327 &contar=1&tema_id=&code=sanEnc1ExWSPM> [consulta: 20 Noviembre 2008]

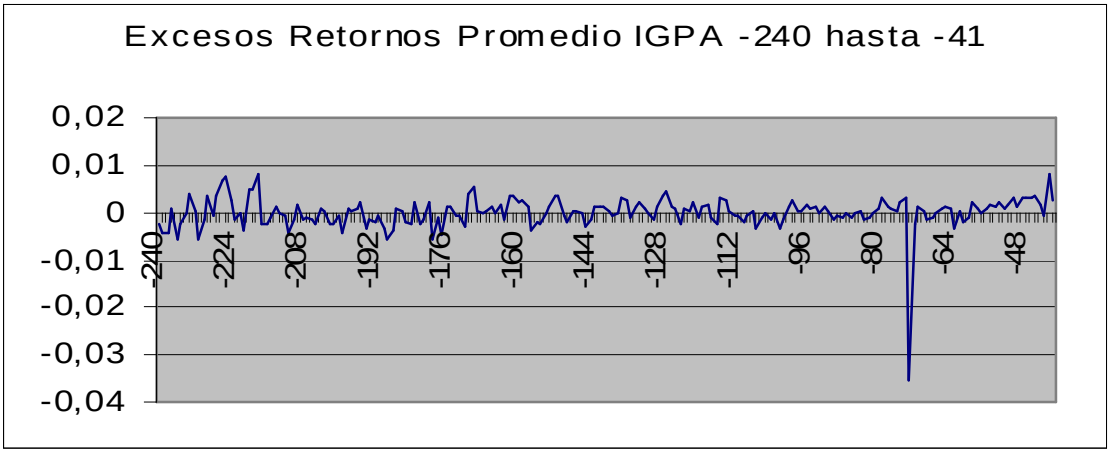
Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

# ANEXOS

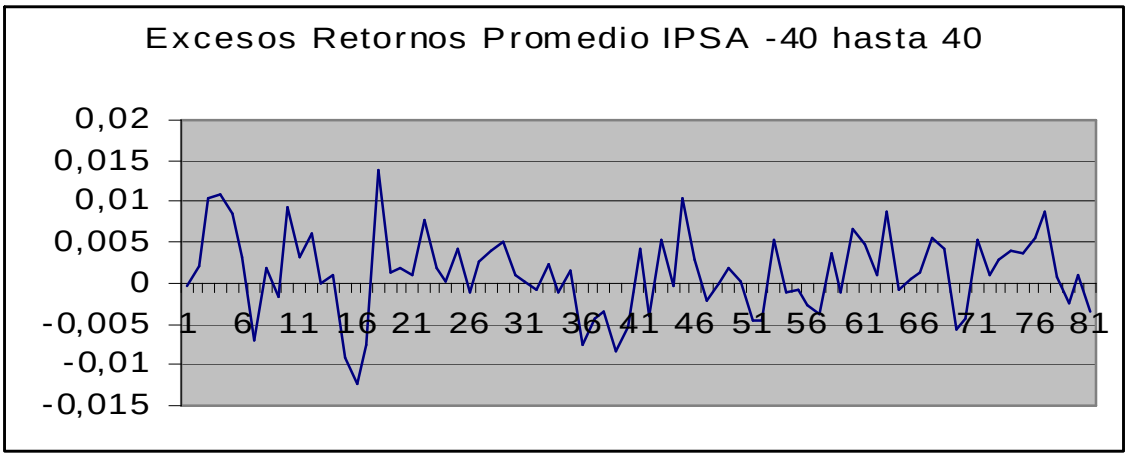
A continuación presentaremos los gráficos que representan los Excesos de Retornos Promedios para cada una de las fechas en estudio, para el análisis de la Respuesta del Mercado Accionario frente a la Reforma al Mercado de Capitales II. Incluyen desde la observación -240 hasta la observación 40, considerando como el día cero el día en estudio.

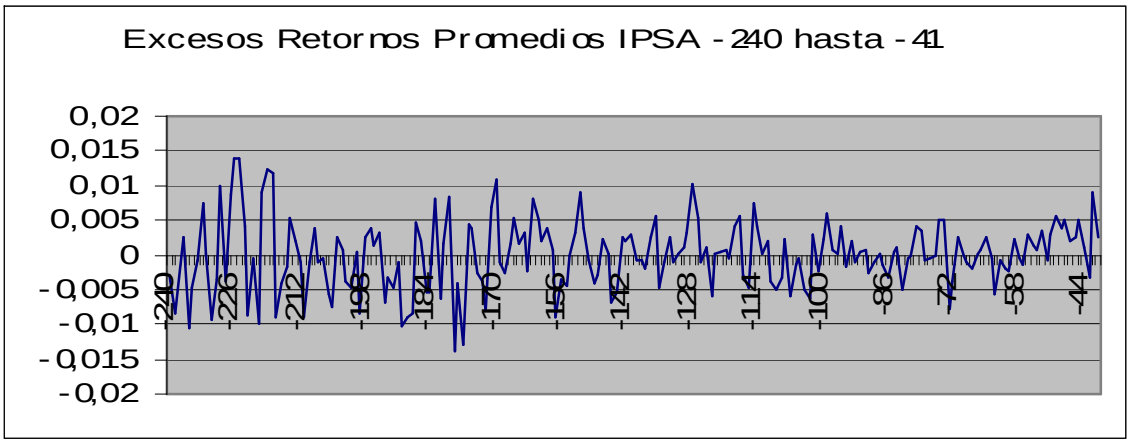
**25 de junio de 2003.**



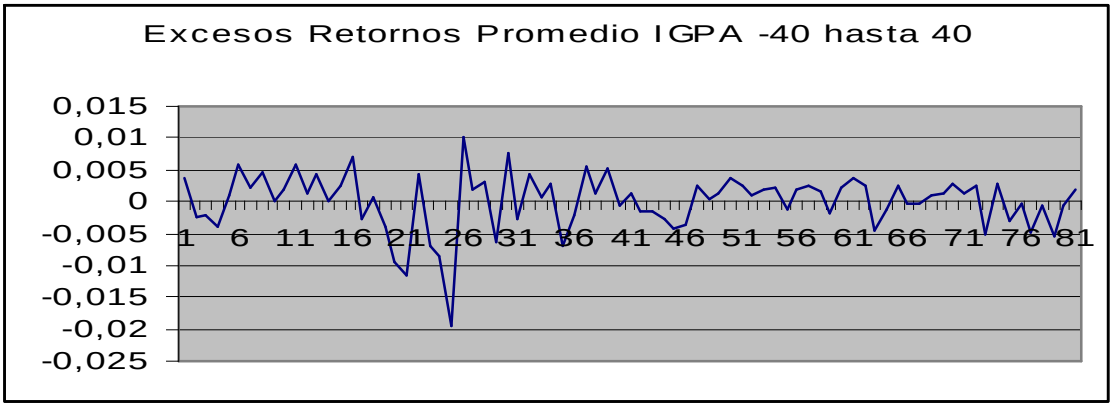



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

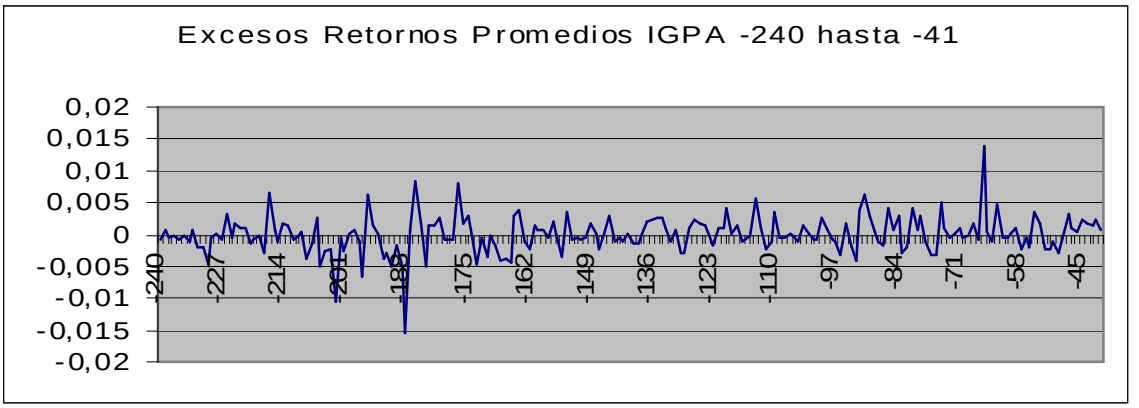


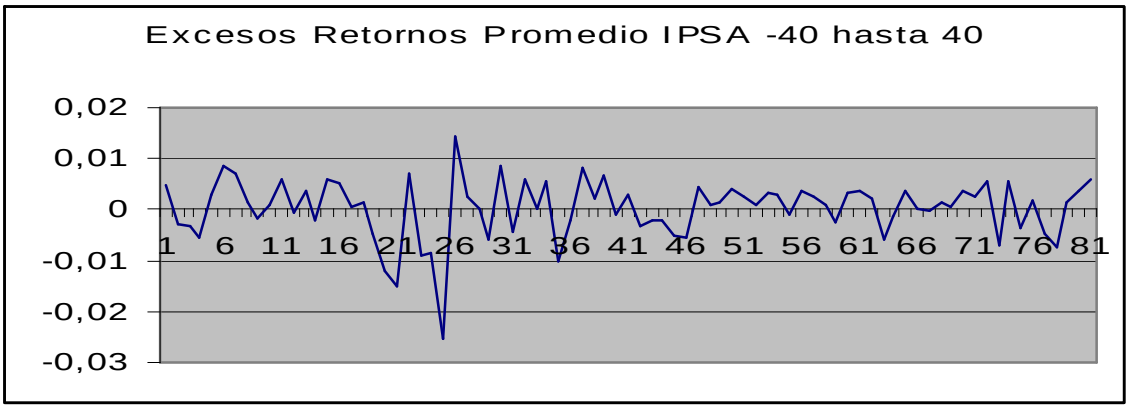



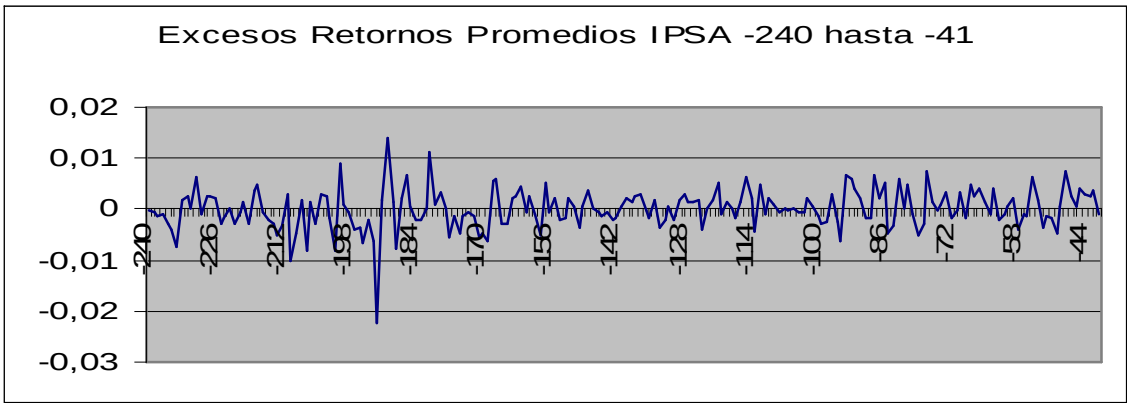

**21 de Marzo de 2007.**



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

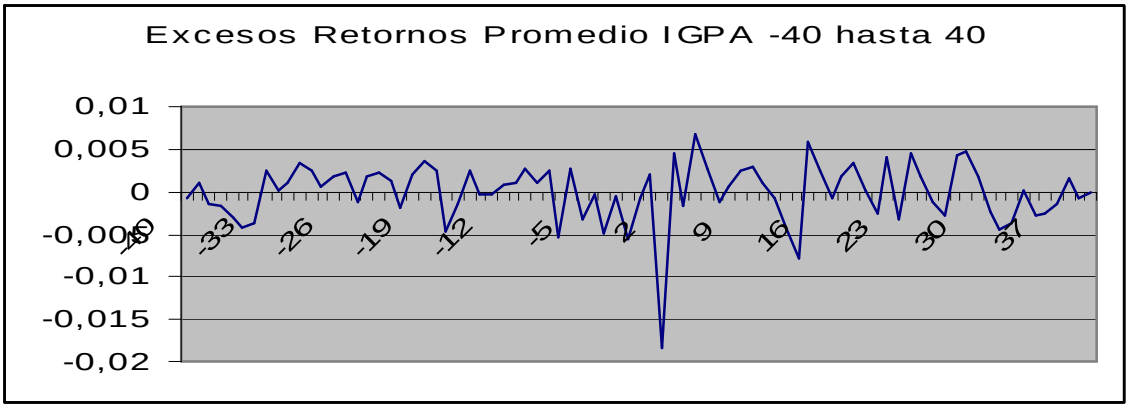


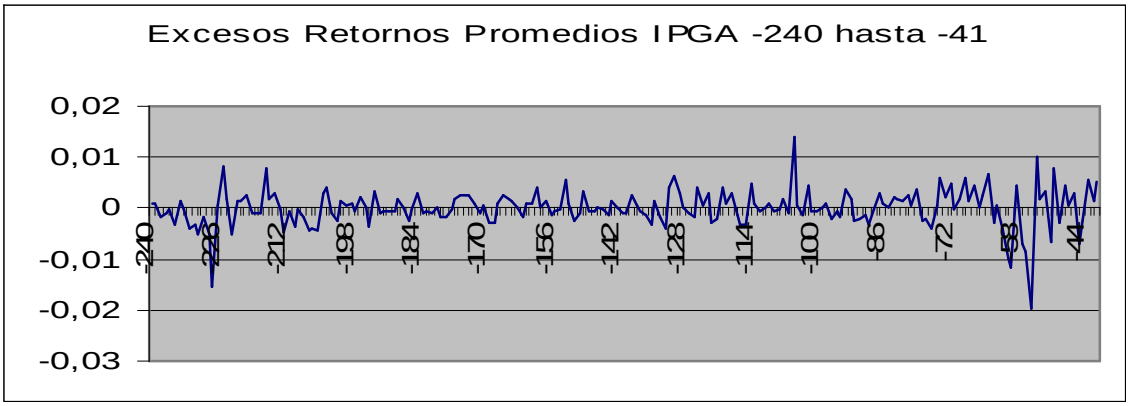



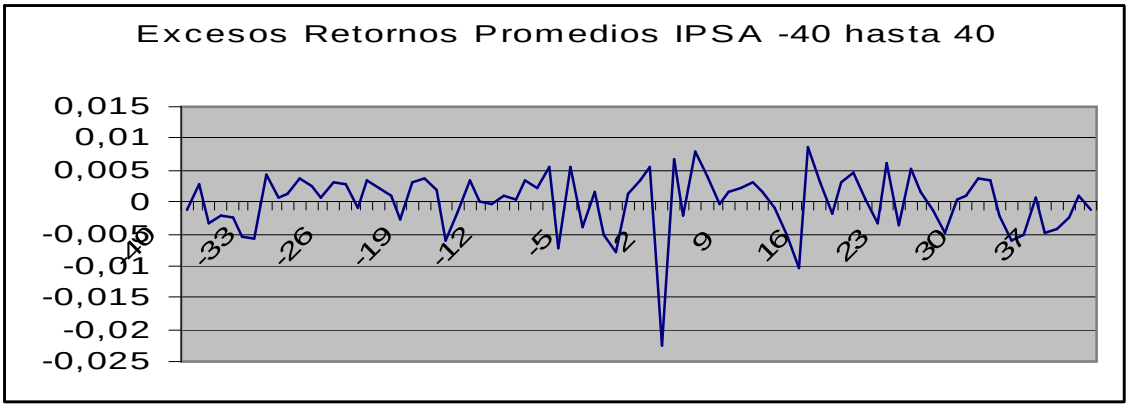



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

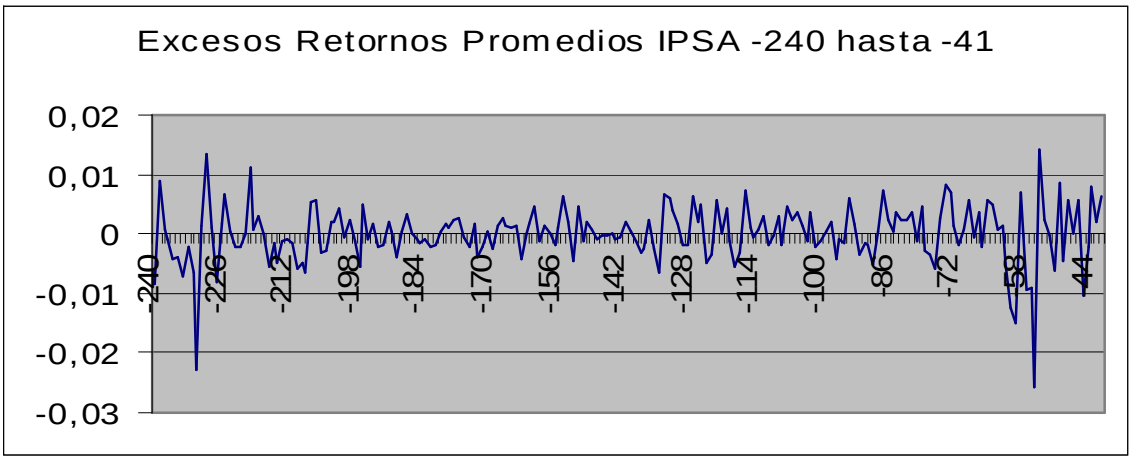
**17 de Mayo del 2007.**



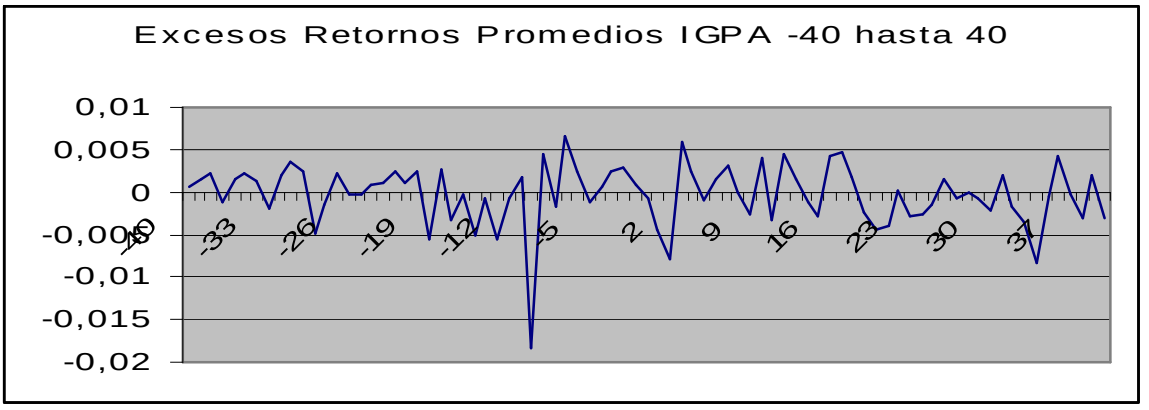



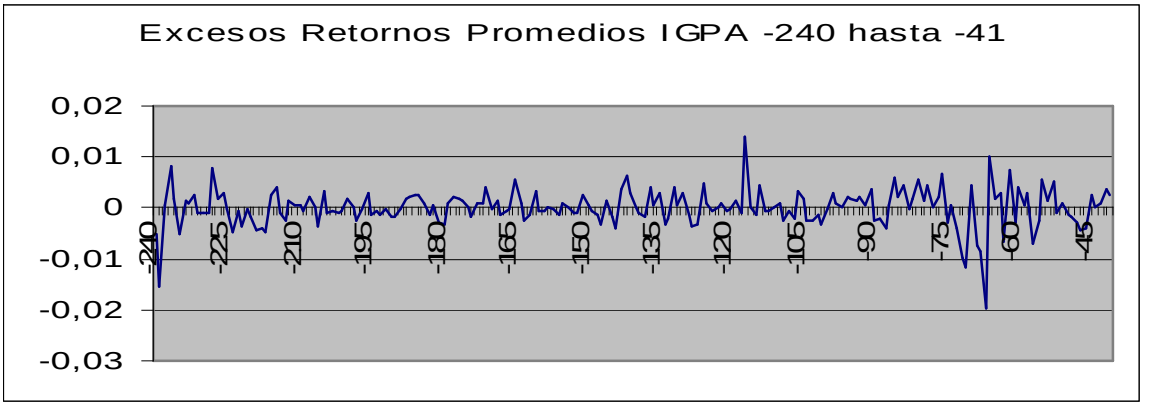



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

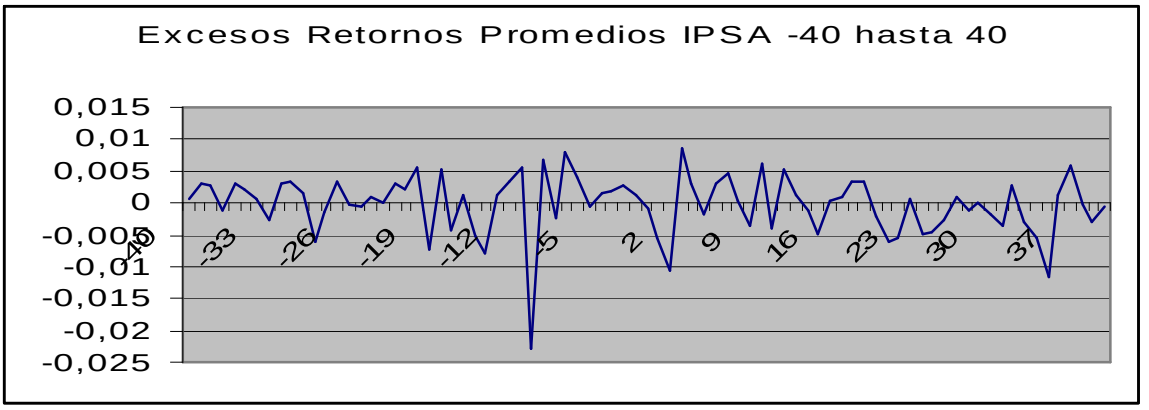


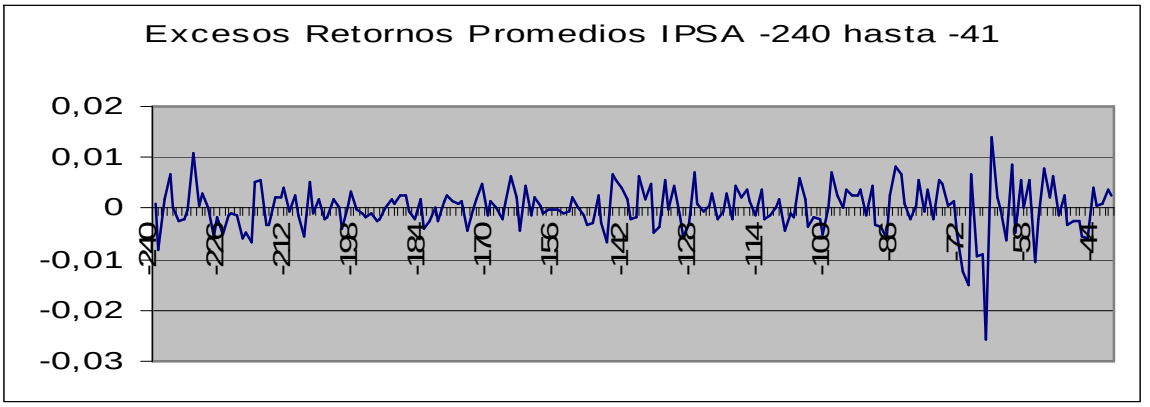

**05 de Junio 2007**.



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile



Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**Retornos diarios IGPA e IPSA, a los cuales se les aplicó la Metodología de Eventos.**

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2002 IGPA**

| Día | jul-02 | ago-02 | sep-02 | oct-02 | nov-02 | dic-02 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | -0,0034 | -0,0032 | | 0,0041 | | |
| 2 | -0,0044 | 0,0002 | -0,0044 | -0,0042 | | 0,0005 |
| 3 | -0,0091 | | -0,0046 | -0,0031 | | -0,0010 |
| 4 | 0,0000 | | -0,0014 | 0,0042 | 0,0048 | 0,0003 |
| 5 | 0,0033 | -0,0072 | -0,0083 | | 0,0056 | 0,0062 |
| 6 | | 0,0100 | 0,0016 | | 0,0027 | 0,0059 |
| 7 | | 0,0100 | | -0,0110 | -0,0078 | |
| 8 | -0,0039 | 0,0161 | | -0,0022 | -0,0036 | |
| 9 | -0,0043 | -0,0046 | 0,0009 | -0,0088 | | -0,0019 |
| 10 | -0,0087 | | 0,0020 | 0,0029 | | 0,0027 |
| 11 | -0,0086 | | 0,0042 | 0,0025 | -0,0050 | 0,0045 |
| 12 | 0,0017 | -0,0045 | -0,0061 | | 0,0001 | 0,0016 |
| 13 | | -0,0018 | -0,0024 | | 0,0027 | 0,0003 |
| 14 | | 0,0031 | | -0,0012 | 0,0072 | |
| 15 | -0,0110 | | | -0,0008 | 0,0069 | |
| 16 | -0,0049 | 0,0003 | -0,0037 | -0,0057 | | -0,0024 |
| 17 | 0,0004 | | -0,0006 | 0,0080 | | 0,0027 |
| 18 | 0,0086 | | | 0,0112 | -0,0009 | 0,0074 |
| 19 | 0,0012 | -0,0011 | | | -0,0036 | 0,0087 |
| 20 | | -0,0084 | -0,0069 | | 0,0008 | 0,0029 |
| 21 | | -0,0026 | | 0,0010 | 0,0009 | |
| 22 | -0,0112 | 0,0034 | | -0,0004 | -0,0003 | |
| 23 | -0,0030 | -0,0028 | -0,0113 | 0,0008 | | 0,0021 |
| 24 | 0,0075 | | -0,0070 | 0,0031 | | -0,0048 |
| 25 | -0,0013 | | 0,0019 | -0,0001 | -0,0056 | |
| 26 | 0,0074 | -0,0015 | 0,0010 | | -0,0031 | 0,0014 |
| 27 | | -0,0033 | -0,0039 | | 0,0029 | 0,0007 |
| 28 | | -0,0043 | | 0,0034 | 0,0029 | |
| 29 | 0,0139 | 0,0016 | | -0,0030 | 0,0024 | |
| 30 | 0,0155 | 0,0011 | -0,0046 | 0,0075 | | 0,0044 |
| 31 | 0,0055 | | | 0,0075 | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2002 IPSA**

| Día | jul-02 | ago-02 | sep-02 | oct-02 | nov-02 | dic-02 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | -0,0042 | -0,0171 | | 0,0169 | | |
| 2 | -0,0036 | -0,0005 | -0,0069 | -0,0118 | | -0,0012 |
| 3 | -0,0192 | | -0,0090 | 0,0037 | | -0,0012 |
| 4 | 0,0047 | | 0,0015 | 0,0170 | 0,0046 | -0,0037 |
| 5 | 0,0065 | -0,0195 | -0,0161 | | 0,0084 | 0,0054 |
| 6 | | 0,0183 | 0,0057 | | 0,0023 | 0,0119 |
| 7 | | 0,0253 | | -0,0273 | -0,0176 | |
| 8 | -0,0074 | 0,0242 | | -0,0079 | -0,0065 | |
| 9 | -0,0055 | -0,0174 | 0,0079 | -0,0253 | | -0,0090 |
| 10 | -0,0165 | | 0,0036 | 0,0091 | | -0,0018 |
| 11 | -0,0096 | | 0,0069 | 0,0082 | -0,0082 | 0,0057 |
| 12 | 0,0055 | -0,0080 | -0,0130 | | 0,0001 | -0,0014 |
| 13 | | -0,0026 | -0,0062 | | 0,0068 | 0,0007 |
| 14 | | 0,0111 | | -0,0046 | 0,0188 | |
| 15 | -0,0203 | | | -0,0072 | 0,0084 | |
| 16 | -0,0091 | 0,0045 | -0,0089 | -0,0155 | | 0,0026 |
| 17 | -0,0007 | | -0,0017 | 0,0146 | | 0,0070 |
| 18 | 0,0154 | | | 0,0225 | -0,0011 | 0,0208 |
| 19 | 0,0010 | -0,0016 | | | -0,0075 | 0,0115 |
| 20 | | -0,0174 | -0,0201 | | -0,0050 | -0,0014 |
| 21 | | -0,0018 | | -0,0018 | 0,0050 | |
| 22 | -0,0181 | 0,0079 | | -0,0047 | 0,0007 | |
| 23 | -0,0063 | -0,0015 | -0,0177 | 0,0039 | | 0,0024 |
| 24 | 0,0203 | | -0,0165 | 0,0112 | | -0,0111 |
| 25 | -0,0070 | | 0,0103 | 0,0039 | -0,0130 | |
| 26 | 0,0180 | -0,0007 | 0,0043 | | -0,0100 | 0,0008 |
| 27 | | -0,0107 | -0,0100 | | 0,0058 | 0,0012 |
| 28 | | -0,0147 | | 0,0067 | 0,0046 | |
| 29 | 0,0286 | 0,0054 | | -0,0038 | 0,0062 | |
| 30 | 0,0282 | 0,0019 | -0,0104 | 0,0166 | | 0,0019 |
| 31 | 0,0090 | | | 0,0107 | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2003 IGPA**

| Día | ene-03 | feb-03 | mar-03 | abr-03 | may-03 | jun-03 | jul-03 | ago-03 | sep-03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | | | -0,0001 | | | 0,0097 | 0,0103 | -0,0006 |
| 2 | -0,0019 | | | 0,0017 | 0,0074 | 0,0084 | 0,0040 | | -0,0013 |
| 3 | 0,0024 | 0,0012 | 0,0024 | 0,0031 | | -0,0006 | 0,0016 | | -0,0003 |
| 4 | | 0,0007 | 0,0017 | 0,0026 | | 0,0025 | 0,0003 | -0,0045 | -0,0060 |
| 5 | | 0,0037 | 0,0008 | | 0,0007 | 0,0066 | | -0,0050 | 0,0019 |
| 6 | 0,0039 | 0,0016 | 0,0046 | | -0,0040 | 0,0065 | | 0,0079 | |
| 7 | -0,0019 | 0,0030 | 0,0060 | 0,0049 | 0,0005 | | 0,0019 | 0,0028 | |
| 8 | -0,0047 | | | 0,0015 | 0,0006 | | 0,0002 | 0,0068 | 0,0059 |
| 9 | 0,0065 | | | 0,0039 | 0,0136 | 0,0033 | -0,0066 | | 0,0025 |
| 10 | 0,0051 | 0,0003 | -0,0704 | 0,0067 | | 0,0050 | -0,0049 | | 0,0036 |
| 11 | | 0,0027 | -0,0044 | 0,0030 | | 0,0001 | 0,0099 | 0,0096 | 0,0071 |
| 12 | | 0,0006 | 0,0025 | | 0,0041 | 0,0061 | | 0,0101 | -0,0071 |
| 13 | 0,0008 | -0,0027 | 0,0004 | | 0,0125 | 0,0033 | | 0,0088 | |
| 14 | -0,0009 | -0,0006 | -0,0026 | 0,0061 | -0,0006 | | 0,0002 | 0,0143 | |
| 15 | -0,0014 | | | 0,0060 | 0,0018 | | -0,0027 | | -0,0021 |
| 16 | -0,0034 | | | 0,0065 | -0,0076 | | -0,0015 | | 0,0039 |
| 17 | -0,0012 | -0,0015 | -0,0021 | 0,0077 | | 0,0015 | -0,0035 | | 0,0022 |
| 18 | | -9,9E-06 | -1,4E-05 | | | -0,0094 | 0,0028 | 0,0050 | |
| 19 | | -0,0023 | 0,0021 | | -0,0154 | -0,0071 | | 0,0022 | |
| 20 | 0,0006 | 0,0003 | 0,0025 | | -0,0088 | -0,0034 | | 0,0028 | |
| 21 | -0,0061 | 0,0013 | 0,0017 | 0,0038 | | | -0,0021 | -0,0008 | |
| 22 | -0,0016 | | | -0,0013 | 0,0173 | | 0,0074 | -0,0099 | -0,0031 |
| 23 | 0,0003 | | | 0,0161 | 0,0006 | -0,0084 | 0,0075 | | 0,0087 |
| 24 | -0,0032 | -0,0025 | -0,0063 | 0,0053 | | -0,0085 | 0,0034 | | 0,0032 |
| 25 | | -0,0016 | 0,0008 | -0,0027 | | 0,0020 | 0,0111 | -0,0069 | 0,0052 |
| 26 | | -0,0001 | -0,0034 | | 0,0023 | -0,0066 | | -0,0068 | 0,0087 |
| 27 | -5,8E-05 | 0,0022 | -0,0020 | | 0,0008 | 0,0063 | | 0,0103 | |
| 28 | -0,0062 | 0,0063 | 0,0049 | 0,0075 | 0,0097 | | 0,0012 | 0,0047 | |
| 29 | -0,0027 | | | 0,0156 | 0,0053 | | 0,0051 | 0,0031 | 0,0060 |
| 30 | 0,0027 | | | 0,0188 | 0,0009 | 0,0012 | 0,0033 | | 0,0006 |
| 31 | 0,0058 | | 0,0018 | | | | 0,0079 | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2003 IPSA**

| Día | ene-03 | feb-03 | mar-03 | abr-03 | may-03 | jun-03 | jul-03 | ago-03 | sep-03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | | | -0,0022 | | | 0,0211 | 0,0092 | 0,0004 |
| 2 | -0,0005 | | | 0,0061 | 0,0174 | 0,0090 | 0,0063 | | -0,0047 |
| 3 | 0,0090 | 0,0018 | -0,0011 | 0,0033 | | -0,0014 | -0,0038 | | -0,0003 |
| 4 | | 0,0009 | -0,0004 | 0,0023 | | 0,0056 | 0,0003 | -0,0107 | -0,0110 |
| 5 | | 0,0085 | 0,0000 | | 0,0070 | 0,0083 | | -0,0080 | 0,0044 |
| 6 | 0,0116 | -0,0028 | 0,0109 | | -0,0132 | 0,0106 | | 0,0111 | |
| 7 | -0,0051 | 0,0047 | 0,0106 | 0,0075 | 0,0042 | | 0,0044 | 0,0028 | |
| 8 | -0,0091 | | | -0,0009 | -0,0029 | | 0,0011 | 0,0064 | 0,0103 |
| 9 | 0,0154 | | | 0,0062 | 0,0191 | 0,0023 | -0,0089 | | 0,0032 |
| 10 | 0,0088 | -0,0013 | -0,0148 | 0,0117 | | 0,0010 | -0,0084 | | -0,0004 |
| 11 | | 0,0013 | -0,0070 | 0,0081 | | -0,0012 | 0,0114 | 0,0087 | 0,0062 |
| 12 | | 0,0021 | 0,0059 | | 0,0069 | 0,0053 | | 0,0079 | -0,0116 |
| 13 | 0,0006 | -0,0046 | 0,0005 | | 0,0130 | -0,0019 | | 0,0117 | |
| 14 | 0,0047 | -0,0015 | -0,0016 | 0,0106 | 0,0002 | | -0,0018 | 0,0182 | |
| 15 | -0,0070 | | | 0,0047 | 0,0027 | | -0,0010 | | -0,0045 |
| 16 | -0,0094 | | | 0,0060 | -0,0178 | | -0,0046 | | 0,0058 |
| 17 | -0,0058 | 0,0008 | -0,0034 | 0,0107 | | 0,0037 | -0,0069 | | 0,0026 |
| 18 | | -0,0023 | 0,0010 | | | -0,0146 | 0,0081 | 0,0023 | |
| 19 | | -0,0056 | 0,0020 | | -0,0242 | -0,0082 | | -0,0046 | |
| 20 | 0,0050 | 0,0014 | 0,0060 | | -0,0144 | -0,0065 | | 0,0025 | |
| 21 | -0,0115 | 0,0027 | -0,0002 | 0,0027 | | | -0,0019 | -0,0064 | |
| 22 | -0,0022 | | | -0,0056 | 0,0282 | | 0,0137 | -0,0161 | -0,0079 |
| 23 | -0,0001 | | | 0,0183 | 0,0033 | -0,0160 | 0,0098 | | 0,0156 |
| 24 | -0,0099 | -0,0096 | -0,0105 | 0,0058 | | -0,0100 | 0,0025 | | -0,0015 |
| 25 | | -0,0002 | -0,0009 | 0,0001 | | 0,0090 | 0,0179 | -0,0095 | 0,0107 |
| 26 | | 0,0002 | -0,0033 | | 0,0044 | -0,0076 | | -0,0081 | 0,0159 |
| 27 | -0,0119 | 0,0085 | -0,0039 | | 0,0023 | 0,0109 | | 0,0150 | |
| 28 | 0,0066 | 0,0078 | 0,0054 | 0,0046 | 0,0160 | | -0,0013 | 0,0033 | |
| 29 | -0,0043 | | | 0,0215 | 0,0044 | | 0,0016 | 0,0012 | 0,0123 |
| 30 | 0,0052 | | | 0,0221 | 0,0010 | 0,0000 | 0,0031 | | -0,0015 |
| 31 | 0,0126 | | -0,0002 | | | | 0,0115 | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2006 IGPA**

| Día | mar-06 | abr-06 | may-06 | jun-06 | jul-06 | ago-06 | sep-06 | oct-06 | nov-06 | dic-06 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | | | 0,0038 | | -0,0060 | 0,0035 | | | 0,0006 |
| 2 | | | 0,0145 | 0,0014 | | 0,0081 | | 0,0001 | -0,0022 | |
| 3 | | -0,0001 | 0,0030 | | 0,0072 | -0,0003 | | 0,0009 | -0,0067 | |
| 4 | | 0,0009 | -0,0011 | | 0,0014 | 0,0005 | -0,0008 | 0,0127 | | 0,0019 |
| 5 | | -0,0010 | 0,0047 | -0,0062 | -0,0079 | | 0,0029 | 0,0034 | | 0,0036 |
| 6 | | 0,0028 | | -0,0047 | 0,0002 | | -0,0045 | -0,0035 | 0,0091 | 0,0001 |
| 7 | -0,0053 | -0,0029 | | -0,0090 | | -7E-05 | | | 0,0138 | 0,0011 |
| 8 | -0,0068 | | 0,0040 | -0,0022 | | 0,0003 | | | 0,0072 | |
| 9 | 0,0055 | | 9,7E-05 | -0,0087 | | 0,0048 | | -0,0008 | 0,0021 | |
| 10 | 0,0032 | -0,0028 | 0,0010 | | -0,0057 | 0,0018 | | 0,0081 | -0,0006 | |
| 11 | | -0,0079 | 0,0025 | | 0,0011 | -0,0033 | -0,0045 | 0,0004 | | 0,0046 |
| 12 | | 0,0002 | -0,0065 | | -0,0020 | | 0,0035 | 0,0005 | | -0,0004 |
| 13 | 0,0075 | 0,0016 | | -0,0294 | -0,0071 | | 0,0061 | 0,0018 | -0,0019 | |
| 14 | 0,0029 | | | 0,0026 | -0,0063 | 0,0014 | 0,0048 | | 0,0097 | |
| 15 | 0,0035 | | -0,0013 | 0,0181 | | | 0,0042 | | 0,0026 | 0,0292 |
| 16 | 0,0042 | | 0,0067 | 0,0050 | | 0,0074 | | 0,0008 | 0,0071 | |
| 17 | 0,0008 | -0,0002 | -0,0087 | | -0,0076 | -0,0008 | | -0,0010 | -0,0045 | |
| 18 | | 0,0077 | -0,0036 | | 0,0069 | 0,0004 | | 0,0038 | | 0,0023 |
| 19 | | 0,0004 | -0,0030 | -0,0086 | 0,0092 | | | 0,0017 | | -0,0010 |
| 20 | -0,0003 | 0,0048 | | 0,0041 | -0,0006 | | 0,0021 | -0,0003 | -0,0028 | 0,0105 |
| 21 | -0,0041 | 0,0037 | | 0,0038 | -0,0031 | -0,0007 | -0,0022 | | 0,0098 | 0,0006 |
| 22 | -0,0009 | | -0,0196 | 0,0063 | | 0,0016 | 0,0033 | | 0,0031 | 0,0001 |
| 23 | 0,0038 | | 0,0007 | -0,0003 | | -0,0016 | | -0,0002 | 0,0073 | |
| 24 | 0,0003 | 0,0037 | -0,0039 | | 0,0042 | -0,0017 | | 0,0066 | -0,0009 | |
| 25 | | -0,0017 | 0,0015 | | 0,0028 | 0,0013 | 0,0035 | 0,0027 | | |
| 26 | | -0,0003 | 0,0027 | -0,0002 | 0,0030 | | 0,0093 | 8,8E-05 | | 0,0018 |
| 27 | -0,0012 | 0,0010 | | | 0,0005 | | 0,0016 | -0,0011 | -0,0054 | 0,0036 |
| 28 | -0,0002 | -0,0047 | | -9,1E-05 | 0,0055 | 0,0050 | 0,0043 | | -0,0051 | -0,0031 |
| 29 | 0,0031 | | -0,00108 | 0,0174 | | 0,0061 | -0,0010 | | 0,0113 | 0,0006 |
| 30 | 0,0001 | | -0,01172 | 0,0048 | | 0,0065 | | -0,0050 | 0,0032 | |
| 31 | 0,0013 | | 0,01356 | | 0,0019 | 0,0064 | | 0,0045 | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2006 IPSA**

| Día | mar-06 | abr-06 | may-06 | jun-06 | jul-06 | ago-06 | sep-06 | oct-06 | nov-06 | dic-06 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | -0,0066 | | | 0,0030 | | -0,0093 | 0,0007 | | | 0,0008 |
| 2 | -0,0031 | | 0,0001 | 0,0000 | | 0,0118 | | -0,0022 | -0,0036 | |
| 3 | 0,0065 | 0,0007 | 0,0038 | | 0,0078 | -0,0001 | | 0,0038 | -0,0112 | |
| 4 | | 0,0002 | -0,0042 | | 0,0019 | 0,0052 | -0,0025 | 0,0141 | | 0,0030 |
| 5 | | -0,0012 | 0,0082 | -0,0067 | -0,0094 | | 0,0049 | 0,0057 | | 0,0077 |
| 6 | 0,0005 | -0,0007 | | -0,0062 | -0,0016 | | -0,0061 | -0,0073 | 0,0149 | -0,0022 |
| 7 | -0,0142 | -0,0046 | | -0,0123 | -0,0081 | -0,0026 | -0,0031 | | 0,0132 | 0,0008 |
| 8 | -0,0019 | | 0,0109 | -0,0029 | | -0,0020 | 0,0022 | | 0,0096 | |
| 9 | -0,0029 | | 0,0004 | -0,0113 | | 0,0055 | | | 0,0053 | |
| 10 | 0,0019 | -0,0065 | -0,0030 | | -0,0012 | 0,0025 | | 0,0108 | -0,0022 | |
| 11 | | -0,0133 | -0,0041 | | -0,0002 | -0,0059 | -0,0033 | -0,0006 | | 0,0078 |
| 12 | | 0,0050 | -0,0092 | | -0,0012 | | 0,0044 | 0,0057 | | -0,0024 |
| 13 | 0,0067 | 0,0061 | | -0,0437 | -0,0099 | | 0,0069 | 0,0032 | -0,0019 | 0,0109 |
| 14 | 0,0033 | | | 0,0046 | -0,0079 | 0,0023 | 0,0041 | | 0,0144 | 0,0062 |
| 15 | 0,0042 | | -0,0052 | 0,0288 | | | 0,0036 | | 0,0055 | 0,0091 |
| 16 | 0,0036 | | 0,0069 | 0,0039 | | 0,0086 | | -0,0002 | 0,0113 | |
| 17 | 0,0020 | 0,0014 | -0,0191 | | -0,0114 | 0,0015 | | 0,0014 | -0,0081 | |
| 18 | | 0,0137 | -0,0084 | | 0,0120 | -0,0002 | | 0,0012 | | 0,0043 |
| 19 | | -0,0006 | 0,0045 | -0,0144 | 0,0132 | | | 0,0016 | | -0,0008 |
| 20 | 0,0046 | 0,0064 | | 0,0052 | -0,0045 | | 0,0045 | -0,0002 | -0,0052 | 0,0090 |
| 21 | -0,0019 | 0,0064 | | 0,0149 | -0,0043 | -0,0017 | -0,0066 | | 0,0131 | -0,0026 |
| 22 | -0,0014 | | -0,0153 | 0,0022 | | -0,0002 | 0,0018 | | 0,0016 | -0,0009 |
| 23 | 0,0021 | | 0,0036 | -0,0028 | | -0,0028 | | 0,0004 | 0,0105 | |
| 24 | 0,0039 | 0,0056 | -0,0048 | | 0,0057 | -0,0024 | | 0,0058 | -0,0006 | |
| 25 | | -0,0042 | 0,0072 | | 0,0059 | 0,0024 | 0,0050 | 0,0025 | | |
| 26 | | -0,0021 | 0,0062 | | 0,0102 | | 0,0112 | -0,0011 | | 0,0021 |
| 27 | -0,0045 | 0,0015 | | -0,0025 | 0,0005 | | -0,0010 | -0,0046 | -0,0090 | 0,0056 |
| 28 | -0,0005 | -0,0046 | | 0,0016 | 0,0066 | 0,0051 | 0,0043 | | -0,0045 | -0,0068 |
| 29 | 0,0091 | | -0,0022 | 0,0237 | | 0,0037 | 0,0020 | | 0,0163 | -0,0004 |
| 30 | -0,0024 | | -0,0154 | 0,0029 | | 0,0066 | | -0,0035 | 0,0040 | |
| 31 | -0,0018 | | 0,0195 | | -0,0008 | 0,0068 | | 0,0067 | | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2007 IGPA**

| Día | ene-07 | feb-07 | mar-07 | abr-07 | may-07 | jun-07 | jul-07 | ago-07 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | 0,00572 | 0,0050 | | | 0,0074 | | -0,0046 |
| 2 | -0,0023 | 0,01069 | 0,0076 | 0,0035 | 0,0038 | | | 0,0055 |
| 3 | 0,0084 | | | 0,0085 | 0,0068 | | 0,0052 | |
| 4 | 0,0049 | | | 0,0066 | 0,0036 | 0,0035 | -0,0031 | |
| 5 | -0,0034 | 0,00121 | -0,0116 | 0,0029 | | 0,0000 | -0,0074 | |
| 6 | | 0,00503 | 0,0168 | | | -0,0071 | -0,0061 | |
| 7 | | 0,01294 | -0,0043 | | 0,0064 | -0,0141 | | |
| 8 | -0,0030 | 0,00413 | 0,0099 | | -0,0093 | 0,0133 | | |
| 9 | -0,0011 | 0,01005 | 0,0024 | 0,0049 | 0,0070 | | 0,0020 | |
| 10 | -0,0047 | | | 0,0060 | -0,0050 | | -0,0040 | |
| 11 | 0,0014 | | | -0,0008 | 0,0009 | 0,0064 | -0,0036 | |
| 12 | 0,0074 | 0,00162 | 0,0071 | 0,0049 | | -0,0002 | -0,0014 | |
| 13 | | 0,00610 | -0,0127 | 0,0062 | | 0,0050 | 0,0046 | |
| 14 | | 0,01519 | -0,0032 | | -0,0084 | 0,0081 | | |
| 15 | 0,0034 | -0,00397 | 0,0124 | | 0,0004 | 0,0016 | | |
| 16 | 0,0021 | 0,00263 | 0,0039 | 0,0042 | -0,0095 | | | |
| 17 | 0,0058 | | | -0,0021 | 0,0002 | | 0,0000 | |
| 18 | 0,0048 | | | 0,0055 | 0,0053 | -0,0037 | 0,0013 | |
| 19 | 0,0044 | -0,00640 | 0,0118 | 0,0088 | | 0,0097 | 0,0002 | |
| 20 | | -0,01775 | 0,0000 | 0,0065 | | -0,0049 | -0,0027 | |
| 21 | | -0,02180 | 0,0036 | | | 0,0105 | | |
| 22 | 0,0061 | 0,01018 | -0,0014 | | -0,0353 | 0,0048 | | |
| 23 | 0,0029 | -0,01293 | -0,0016 | -0,0080 | 0,0106 | | 0,0058 | |
| 24 | 0,0085 | | | -0,0013 | -0,0017 | | -0,0016 | |
| 25 | -0,0034 | | | 0,0062 | 0,0149 | -0,0009 | -0,0053 | |
| 26 | -0,0030 | -0,01559 | -0,0044 | 0,0008 | | -0,0040 | -0,0149 | |
| 27 | | -0,03773 | -0,0069 | 0,0010 | | | 0,0005 | |
| 28 | | 0,02166 | -0,0061 | | 0,0067 | 0,0100 | | |
| 29 | -0,0067 | | 0,0062 | | -0,0009 | 0,0110 | | |
| 30 | 0,0030 | | 0,0018 | 0,0034 | 0,0029 | | 0,0101 | |
| 31 | 0,0131 | | | | 0,0065 | | 0,0009 | |

Universidad del Bío-Bío. Red de Bibliotecas - Chile

**RETORNOS DIARIOS AÑO 2007 IPSA**

| Día | ene-07 | feb-07 | mar-07 | abr-07 | may-07 | jun-07 | jul-07 | ago-07 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | 0,0153 | 0,0060 | | | 0,0076 | | -0,0044 |
| 2 | -0,0015 | 0,0041 | 0,0013 | 0,0040 | 0,0021 | | | 0,0010 |
| 3 | 0,0135 | | | 0,0090 | 0,0084 | | 0,0084 | |
| 4 | 0,0049 | | | 0,0066 | 0,0062 | 0,0045 | -0,0023 | |
| 5 | -0,0057 | -0,0024 | -0,0107 | 0,0032 | | 0,0001 | -0,0103 | |
| 6 | | 0,0031 | 0,0188 | | | -0,0088 | -0,0087 | |
| 7 | | 0,0130 | -0,0074 | | 0,0127 | -0,0191 | | |
| 8 | -0,0013 | 0,0005 | 0,0128 | | -0,0130 | 0,0188 | | |
| 9 | -0,0022 | 0,0088 | 0,0020 | 0,0079 | 0,0125 | | 0,0032 | |
| 10 | -0,0084 | | | 0,0073 | -0,0063 | | -0,0081 | |
| 11 | 0,0023 | | | -0,0003 | 0,0045 | 0,0081 | -0,0071 | |
| 12 | 0,0162 | -0,0026 | 0,0127 | 0,0082 | | -0,0019 | -0,0034 | |
| 13 | | 0,0128 | -0,0188 | 0,0060 | | 0,0079 | 0,0037 | |
| 14 | | 0,0117 | -0,0027 | | -0,0085 | 0,0111 | | |
| 15 | 0,0064 | 0,0028 | 0,0177 | | -0,0139 | 0,0025 | | |
| 16 | 0,0023 | 0,0041 | 0,0058 | 0,0033 | 0,0043 | | | |
| 17 | 0,0090 | | | -0,0037 | 0,0086 | | -0,0007 | |
| 18 | 0,0066 | | | 0,0078 | 0,0128 | -0,0052 | 0,0020 | |
| 19 | 0,0066 | -0,0083 | 0,0143 | 0,0088 | | 0,0140 | -0,0018 | |
| 20 | | -0,0228 | -0,0008 | 0,0053 | | -0,0056 | -0,0051 | |
| 21 | | -0,0285 | 0,0070 | | | 0,0122 | | |
| 22 | 0,0089 | 0,0153 | -0,0049 | | -0,0435 | 0,0047 | | |
| 23 | -0,0007 | -0,0170 | -0,0028 | -0,0104 | 0,0152 | | 0,0076 | |
| 24 | 0,0107 | | | -0,0010 | -0,0028 | | -0,0040 | |
| 25 | -0,0044 | | | 0,0086 | 0,0179 | -0,0006 | -0,0089 | |
| 26 | -0,0053 | -0,0162 | -0,0031 | 0,0016 | | -0,0079 | -0,0210 | |
| 27 | | -0,0497 | -0,0090 | 0,0009 | | 0,0026 | 0,0044 | |
| 28 | | 0,0300 | -0,0097 | | 0,0096 | 0,0036 | | |
| 29 | -0,0101 | | 0,0101 | | 0,0011 | 0,0089 | | |
| 30 | 0,0067 | | 0,0032 | 0,0038 | 0,0050 | | 0,0133 | |
| 31 | 0,0183 | | | | 0,0057 | | 0,0013 | |