



Febrero 2006

Reporte Especial¹

Contactos:

Aldo Reyes Díaz
Carolina Mena Reyes
(56-2) 204 7293

Modificaciones al Mercado de Capitales Chileno – MK2

El mercado de capitales es la instancia financiera que permite la convergencia entre el ahorro y la inversión. Un mercado desarrollado, permite una mayor eficiencia en el uso de los recursos y en la forma que éstos fluyen desde los inversionistas hacia los proyectos de inversión, pilar fundamental para el desarrollo de los países. Sin embargo, una adecuada asignación del ahorro no necesariamente se da en forma espontánea, sino que requiere de un marco legal y normativo que dé confianza a los inversionistas, entregue transparencia al mercado, otorgue liquidez a los títulos de capital y de deuda y, además, que no genere distorsiones entre las distintas alternativas de inversión.

Con el propósito de profundizar el mercado de valores, en Chile se han producido cambios importantes en la legislación, tal es el caso de la Ley 19.075 (Ley de Opas) y las reformas al mercado de capitales, conocidas como MK1. Estas iniciativas legales, en distinta medida, contribuyeron a aspectos tales como:

- Mayor protección a accionistas minoritarios.
- Fortalecimiento de las instancias de control interno de empresas que listan en bolsa.
- Impulso a la emisión de bonos de corto plazo y bonos subordinados (bancos), a las operaciones de venta corta y a la inversión en títulos accionarios de alta liquidez, de empresas emergentes y de *holding*.
- Fomento al ahorro voluntario por parte de los trabajadores.
- Mayor desregulación de compañías de seguros y de administradoras de fondos. Creación de Multifondos en sistema de Fondos de Pensiones.
- Incentivo tributario a operaciones en Bolsa de Productos Agrícolas.
- Mayor igualdad tributaria a operaciones transfronterizas.

Sin perjuicio de lo beneficios aportados por la Ley de Opas y MK1, el dinamismo propio de la economía, demanda la necesidad de un permanente perfeccionamiento en las normas y reglamentos que afectan al mercado de valores. En este sentido, el Ejecutivo ha presentado un proyecto de Ley que introduce nuevas modificaciones legales atinentes al mercado de capitales. El proyecto – conocido como MK2 – se orienta a los siguientes aspectos:

- Incentivar, vía disminución del riesgo, la inversión en títulos de deuda emitidos por fondos de inversión.
- Entregar beneficios tributarios a la inversión en capital de riesgo.
- Flexibilizar y simplificar algunas normas legales que afectan la administración de empresas de capital de riesgo.
- Facilitar el desplazamiento de las prendas y, con ello, incrementar las alternativas de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas.
- Mejorar la transparencia de la información entregada a los accionistas.

¹ Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.



- Regular la aprobación de las transacciones con empresas relacionadas.
- Reforzar las facultades fiscalizadoras de la autoridad.
- Actualizar los cuerpos legales que afectan el mercado de capitales.

A continuación, se presentan los aspectos más relevantes contenidos en MK2 y en los Anexos se hace referencia a la Ley de Opas y MK1.

MK2 (Segunda Reforma al Mercado de Capitales en Chile)

La Ley de OPAS y la Primera Reforma al Mercado de Capitales - conocida como MK1 - han permitido al país asumir, tanto a nivel regional como entre los países emergentes, el liderazgo en materias de modernización del mercado de valores. No obstante, se estima necesario seguir avanzando en este sentido, en especial en lo relativo a facilitar y abaratar el financiamiento de proyectos innovadores.

Es así como actualmente está en discusión la Segunda Reforma al Mercado de Capitales - MK2 – la cual busca promover la industria de capital de riesgo y, a partir de la experiencia del caso CORFO-Inverlink, llevar a cabo una serie de perfeccionamientos a la Ley con el objeto de evitar situaciones que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero

MK2 puede sintetizarse en cinco objetivos que se explican a continuación,

Objetivos:

1. *Incentivar el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo.* Esto se pretende lograr, principalmente, a través de las siguientes medidas:

- Para atraer la participación de inversionistas institucionales en el desarrollo de la industria de capital de riesgo; se propone que la CORFO entregue garantías a la deuda que emitan los fondos de inversión elegibles (aquellos constituidos de acuerdo a la Ley 18.815 y que cumplan los requisitos definidos por la CORFO). En base a este mecanismo, los fondos de inversión podrían apalancarse hasta dos veces su capital².

Se estima que los inversionistas institucionales - como AFPs y compañías de seguros - se verían atraídos por los instrumentos de deuda emitidos por los fondos de inversión por cuanto les permitiría obtener tasas de retorno más atractivas en relación con el bajo riesgo crediticio de los títulos.

- Se ofrecerían incentivos tributarios para fomentar la inversión en capital de riesgo:
 - Exención del impuesto a las ganancias de capital por inversión en acciones de capital de riesgo.
 - Permitir que los ahorros por rentas exentas de impuestos, originados por la inversión de los fondos en capital de riesgo, sean traspasados a los tenedores de cuotas del fondo. Con ello, se eliminaría la distorsión tributaria que favorece la compra directa en acciones en desmedro de la inversión vía adquisición de cuotas.

² Actualmente, la deuda de los Fondos de Inversión, no puede exceder el 50% de su patrimonio. En el caso de que lo especifiquen en su Reglamento Interno, éstos pueden endeudarse en el mismo monto que tienen de patrimonio.



Esto incentivaría la inversión a través de fondos, los cuáles permiten una mayor diversificación del riesgo.

2. *Aumentar la eficiencia en la administración y promover la contratación comercial sofisticada.* Para ello se plantea lo siguiente:

- La posibilidad que las empresas de capital de riesgo puedan constituirse bajo una nueva modalidad legal, *Sociedades por Acciones (SPA)*. Esta figura legal, mediante estatutos que reflejen los intereses de los accionista y privilegien los acuerdos entre ellos, tiene como propósito que la administración pueda tomar directamente ciertas decisiones que usualmente requieren la aprobación de una junta de accionistas. Con ello, se espera disponer de organizaciones corporativas más dinámicas y más flexibles. A las empresas pertenecientes a la industria de capital de riesgo, se les hace muy difícil y costoso cumplir con las mismas exigencias que se le hace a las sociedades anónimas: Por lo tanto, la existencia de esta nueva modalidad legal, les permitirá operar con menos trabas y mayor eficiencia.
- Formulación de una nueva ley de prendas flexible y creación de un registro nacional único de prendas. La finalidad de esta proposición es facilitar el desplazamiento de las cauciones y con ello permitir que las empresas – principalmente las de capital de riesgo - puedan traspasar, en forma expedita y transparente, las garantías en favor de aquellos bancos que les ofrezcan mejores condiciones de plazo y de tasa de interés.

Actualmente, el proceso de constitución y de liberación de prendas y garantías ha conllevado a que las pequeñas y medianas empresas inmovilicen sus cauciones con una sola institución financiera, restringiendo la posibilidad que dicho colateral pueda ser transferido a un nuevo acreedor que ofrezca condiciones crediticias más ventajosas. Además, en muchos casos, esta situación ha conducido a una subutilización de las garantías con claros beneficios para el banco acreedor (quien ve reducida significativamente su exposición crediticia).

En la práctica, un porcentaje importante de las Pymes accede a créditos sólo vía constitución de garantías. Sin embargo, el procedimiento actual genera una alta dependencia de las empresas hacia la institución a la cual se otorgó inicialmente el resguardo. Ello se da por el hecho de que cualquier otra entidad que pretenda operar con la empresa, exigirá previamente la constitución de la garantía, la cual no se puede conceder si ésta no ha sido liberada por el primer banco. Por su parte, éste liberará la caución, sólo si la empresa extingue todas sus obligaciones financieras para con ella.

3. *Profundizar las reformas de perfeccionamiento de los gobiernos corporativos.* Las principales medidas para lograr esto, serían:

- Envío electrónico de información a los accionistas. Con esto, se pretende mejorar la transparencia por cuanto se asegura que todos los accionistas reciban al mismo tiempo información de idénticas características. Asimismo, se espera que el menor costo operativo asociado a este mecanismo, así como la facilidad y rapidez del procedimiento, repercutan positivamente en la calidad de los antecedentes y en la periodicidad de los informes.
- Autorizar y regular la votación a distancia de modo de facilitar el ejercicio de los derechos políticos de los accionistas minoritarios.



- Explicitar los derechos de las acciones suscritas y pagadas versus las no pagadas, de manera que estas últimas no tengan derechos políticos ni económicos.
 - Transparencia de transacciones entre sociedades relacionadas. El directorio deberá aprobarlas sólo si se ajustan a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. Si el directorio no ha podido comprobar esto último, se requerirá el informe de al menos dos peritos evaluadores independientes y del comité de directores. Los informes deberán quedar a disposición de todos los accionistas para que los examinen durante los 15 días anteriores a la junta en que se de cuenta de dichas operaciones. De no cumplirse estas condiciones, los accionistas tendrán el derecho de demandar por los perjuicios ocasionados que se deriven de la transacción, siendo responsabilidad del demandado probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado.
 - Reforzar las facultades de fiscalización de la SVS mediante el fortalecimiento de las facultades para requerir información. Además, la presentación de recursos de ilegalidad por las empresas afectadas ante requerimientos de suspensión de sus operaciones por parte de la SVS, no suspenderá los efectos del acto reclamado, es decir, no podrán evitar la paralización de sus actividades. Esto permitirá que el sistema financiero opere con mayor grado de certidumbre.
4. *Fortalecer los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación:* La comisión creada para el estudio de las consecuencias que se podían extraer a partir del escándalo CORFO-Inverlink, propuso las siguientes iniciativas:
- Tomando en cuenta que el adecuado control de los riesgos operacionales y el operar con altos grados de transparencia son piezas claves para el desarrollo del mercado de capitales, se propone que todos los instrumentos de alto valor monetario, sean emitidos y transados de manera electrónica o desmaterializada en el mercado de capitales. También se propone que se eleven los requerimientos mínimos de capital y se perfeccionen los mecanismos de control interno de las bolsas.
 - Reconociendo la necesidad de que los superintendentes actúen rápido y de manera efectiva al enfrentar situaciones de crisis, para evitar los efectos de propagación y contagio de una determinada situación de insolvencia, se propone:
 - que la presentación de recursos judiciales de ilegalidad, por suspensiones aplicadas por la SVS, no permita que las sociedades afectadas sigan operando en períodos de inestabilidad.
 - la posibilidad de intervención a las AFPs.
 - agilizar los procesos de intervención de Compañías de Seguros de Vida, en caso que alguna de éstas entre en crisis.
 - Con el fin de que se cuente con una adecuada supervisión preventiva, se requiere que los supervisores cuenten con adecuada información respecto de las sociedades administradas y la solvencia de sus principales accionistas. Para esto, se propone:
 - establecer explícitamente la posibilidad de compartir información entre los superintendentes de Valores y Seguros, AFP y Bancos.
 - avanzar hacia una mejor medición de la fortaleza patrimonial de los accionistas principales de las AFPs y compañías de seguros de vida.
 - perfeccionar la facultad de la superintendencia de bancos para inspeccionar actividades que se llevan a cabo a través de filiales bancarias.



*Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.*

An affiliate of

MOODY'S INVESTORS SERVICE

- Profundizar el trabajo de tres instancias de coordinación como son el Comité de Superintendentes, el Comité de Mercado de Capitales y el Comité de Estabilidad Financiera. Este último, tiene como función, la coordinación de funciones para prevenir, detectar y resolver situaciones que representen una amenaza para la estabilidad del sistema financiero.
5. *Actualizar textos legales:* esto se lograría realizando una serie de modificaciones que tendrían por objeto, actualizar los textos legales a la realidad actual del mercado de capitales.



Anexos

Ley 19.075 (Ley de OPAS)

Esta ley, que nace el año 2000, debido a la desprotección que tenían los accionistas minoritarios en Chile, regula la toma de control de sociedades (Oferta Pública de Adquisición de Acciones) y la indefensión de los accionistas minoritarios frente a los controladores (Gobierno Corporativo). El fin de la Ley de OPAS era dar mayor transparencia y confiabilidad al mercado y así, atraer inversiones de accionistas minoritarios, tanto doméstica como extranjera. De esta forma, se esperaba que el menor riesgo percibido en las operaciones conllevara a un menor costo de financiamiento para las empresas y así impulsar el mercado de capitales chileno y abrir nuevas fuentes de financiamiento para grandes, medianas y pequeñas empresas.

Las principales modificaciones que se hicieron con esta ley, con el fin de promover las inversiones son:

- Hacer partícipes a los accionistas minoritarios, de los beneficios percibidos por los mayoritarios cuando venden el control de una empresa (premio por control). Por ello se estableció, que quien trate de controlar una empresa, debe informar al mercado con una anticipación de al menos 10 días del comienzo de las negociaciones; así se evita que los accionistas mayoritarios vendan su participación en las empresas sin previa consulta o aviso a los minoritarios. De esta manera se ha tratado de generar un ambiente de confianza para estos últimos.
- Para atraer a inversionistas extranjeros, se eliminó el requisito del año de permanencia en el país y se puso fin al impuesto a las ganancias de capital para los no residentes.
- Se introdujo mejoras a las normas referidas al tipo de información que deben entregar ejecutivos y accionistas controladores sobre compras o ventas de acciones de compañías donde estén involucrados. También se reguló la información mínima que deben contener los avisos que se emiten cuando se realiza una toma de control de una sociedad. Éstos deberán informar sobre los objetivos de la toma de control, los planes de negocio y los montos y condiciones de la operación.
- En la medida que fueran fiscalizadas por la SVS, las empresas públicas, quedaron sometidas a las exigencias de presentación periódica de estados financieros trimestrales y balances anuales auditados. En este sentido, se introdujo el concepto de los comités de auditoría, integrados por dos directores independientes, a los que les compete, entre otras cosas, examinar las remuneraciones y planes de beneficios de gerentes y directivos principales. Además, éstos deben revisar las transacciones con partes relacionadas. La ventaja de contar con dos directores independientes, es que se pueden discutir temas de relevancia con mayor distancia de la administración. Adicionalmente, a los directores se les aplicaron las normas sobre derechos, deberes y obligaciones que rigen en las Sociedades Anónimas.



MK1 (Primera Reforma al Mercado de Capitales)

Objetivos

La Primera Reforma al Mercado de Capitales (2001-2002), apuntó a modernizar el mercado de capitales doméstico, permitir una mayor integración financiera, favorecer la liquidez de los títulos, mejorar las oportunidades de inversión y promover el ahorro de largo plazo. Las reformas propuestas buscaban:

- Proveer una alternativa para el financiamiento de las compañías emergentes y firmas con potencial de crecimiento, pero sin historia.
- Mejorar la liquidez del mercado de capitales doméstico, favoreciendo la participación de nuevos inversionistas.
- Ofrecer un amplio campo de alternativas a los inversionistas en términos de proveer diferentes perfiles de riesgo/retorno.
- Eliminar las restricciones de flujo financiero adecuándose a los desafíos que resultan de la globalización.
- Promover el ahorro doméstico de largo plazo.

Las 15 Medidas

1. *Efectos de Comercio:* los efectos de comercio son títulos de deuda de corto plazo que en la práctica³ tienen una madurez igual o inferior a un año. Éstos, se encuentran actualmente afectos al impuesto de timbres y estampillas, gravamen que afecta el valor de una emisión, con una tasa de 0,134% mensual con un tope de 1,608% del monto registrado. Como en la práctica, estos papeles tienen una madurez de 1 año máximo, anteriormente habrían sido gravados con un tope de 1,608% anual; sin embargo, dicha tasa impositiva se repetiría con cada nueva emisión. Con la ley 19.768, cada colocación de una emisión de efectos de comercio con cargo a una línea que tenga un plazo máximo de 10 años, se grava en 0,134% sobre su monto por cada mes, hasta que la suma de este impuesto efectivamente pagado por cada emisión, sea igual a la suma que resulte de aplicar una tasa máxima de 1,608% sobre el monto máximo de la línea. Cuando se llega a dicho monto, todo capital que lo exceda y toda nueva emisión de efectos de comercio que se efectúe dentro de la línea, está exenta del impuesto de timbres y estampillas. Esto implica que una empresa puede hacer una primera emisión con madurez de 1 año con cargo a una línea que dura 10 años, por el monto total de la línea. El segundo año puede hacer una segunda emisión por el monto total de la línea, con la cual paga los efectos de comercio de la primera emisión y así sucesivamente. La empresa paga el impuesto de timbres y estampillas sólo por la emisión efectuada el primer año, quedando exenta de éste los nueve años restantes.
Con esto se dio un beneficio tributario para que se cree un mercado antes inexistente. Los beneficiarios de esta medida son tanto las grandes empresas como las de tamaño medio. Se benefician también los inversionistas, los que tienen a su disposición un nuevo tipo de instrumento.
Con la Ley 19.768, se logra, además, flexibilizar la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), con el fin de no someter a los efectos de comercio a las mismas exigencias que tiene la emisión de un bono de largo plazo. Así, a diferencia de la emisión de bonos de largo plazo, en cuya inscripción el emisor debe presentar dos clasificaciones de riesgo de los títulos a inscribir, para la inscripción de títulos de deuda de corto plazo, basta la presentación de una clasificación de riesgo.
2. *Rebaja del Impuesto a los Intereses para Inversionistas Institucionales Extranjeros:* Para favorecer el financiamiento a empresas nacionales (medianas, generalmente) que no acceden al mercado de

³ La ley define como deuda de corto plazo a aquella que tiene una madurez menor o igual a 36 meses.



emisiones en el exterior y para aprovechar la liquidez del mercado doméstico en la emisión de deuda dentro de Chile en moneda nacional, se rebajó la tasa de impuesto cobrada a los intereses ganados por los inversionistas institucionales extranjeros, desde 35% a un 4%, es decir, se igualó a la tasa que se cobra a los intereses de instrumentos de renta fija domésticos que son adquiridos por inversionistas extranjeros fuera de Chile.

3. *Eliminación del impuesto a la ganancia de capital obtenida por la venta corta de acciones y de bonos:* Los inversionistas que anteriormente no enajenaban sus activos para evitar el pago de impuesto a las ganancias de capital, ahora tienen la posibilidad de realizar venta corta (venta y posterior recompra de una acción o bono), la cual está exenta del pago de impuesto. El incentivo a este tipo de operaciones, además de otorgar una nueva alternativa de financiamiento, favorece a la liquidez del mercado bursátil. El objetivo de esta medida fue fomentar la liquidez en el mercado accionario y de deuda.
4. *Exención del Impuesto a la Ganancia de Capital:* Para fomentar una mayor liquidez del mercado de capitales, atraer a más participantes extranjeros y permitir un mayor acceso a financiamiento para proyectos de inversión, se eliminó el impuesto de 15% a las ganancias de capital obtenidas al vender acciones con alta presencia bursátil.
5. *Exención del Impuesto a la Ganancia de Capital para Empresas Emergentes:* Esta medida tiene como propósito promover el financiamiento de proyectos emergentes, novedosos y con un alto potencial de crecimiento. Para ello, por un lapso de tres años y hasta el 2006, quedan exentas del pago de impuestos, las ganancias de capital provenientes de las ventas de acciones de empresas emergentes. Por estas últimas, se entiende aquellas sociedades inscritas en el registro de valores y que son transadas en mercados para empresas emergentes organizados por alguna de las bolsas de valores del país
6. *Creación de la Figura del Inversionista Calificado:* Para permitir la existencia de mercados especiales, donde los requisitos de información son menores (mercados semi-privados y/o privados), la SVS definió como inversionista calificado, a quien declare y acredite contar con inversiones financieras no inferiores a UF 2.000 y a personas jurídicas o entidades en las que todos sus socios o accionistas cumplen con esa característica. Éstos pueden acceder a los servicios de intermediación de instrumentos privados y no registrados, los cuales no pueden ser ofrecidos a inversionistas no calificados. Esta medida es indispensable para permitir que los intermediarios financieros puedan ofrecer instrumentos de empresas nuevas e instrumentos sofisticados como distintos tipos de derivados financieros. Con esto, se espera que aumenten las alternativas de financiamiento para las empresas, en especial, las pequeñas y medianas, ya que pueden optar al financiamiento de sus proyectos o reestructuración de pasivos a menores costos, tanto vía emisiones de deuda como de capital.
7. *Flexibilización de Mecanismos para Ahorro Voluntario:* Se amplían las alternativas para que los trabajadores descuenten de su base imponible sus ahorros voluntarios (con tope de UF 48). Así, a los ahorros mantenidos por los trabajadores en la Cuenta de Capitalización Individual de la AFP se agregan los ahorros administrados por otros actores autorizados del mercado de capitales, tales como administradoras de fondos mutuos, fondos de inversión, bancos, compañías de seguros de vida, u otros que autorice la SVS.
Por otra parte – previo el pago de un impuesto de salida - se permite el retiro de los ahorros antes de cumplir los requisitos para la jubilación, disminuyendo con ello la iliquidez propia de esta forma de inversión.



8. *Desregulación de la Industria de Seguros:* El fin de esta medida fue fomentar una participación más activa de las compañías aseguradoras en el mercado de capitales, en temas tales como capital de riesgo, bolsa emergente, desarrollo del mercado de derivados financieros y securitización.

La desregulación de la industria de seguros consiste en flexibilizar los límites de inversión de las carteras y en incorporar nuevos instrumentos.

Además, para aumentar la eficiencia en la evaluación de las inversiones y el desarrollo de un mercado de capitales más competitivo, se fomentó la autorregulación en el diseño de las pólizas y se modificó la política de calce que rige a las compañías de seguros, para que la administración tuviera mayores grados de libertad en el manejo de sus inversiones, sin despreocupar la solvencia del sistema. Como contrapartida, se dio mayores responsabilidades a los directorios de las compañías de seguros, se incorporaron requerimientos de integridad y solvencia para optar a la propiedad de una compañía aseguradora y se elevaron los estándares de información y transparencia al mercado respecto de sus políticas de inversión y administración de riesgo.

9. *Desregulación de la Industria de Fondos Mutuos:* Esta medida se tomó con el fin de permitir un desarrollo más eficiente de la industria de fondos mutuos, con miras a mejorar los grados de transparencia e información de la industria y entregar mayores grados de libertad a las sociedades administradoras. Con ello, se pretende que los inversionistas accedan a mejores productos de inversión y se incremente la liquidez en el mercado.

Los cambios regulatorios que apuntaron en ese sentido, tiene relación con:

- la flexibilización de las limitaciones que impiden el diseño de portafolios de inversión eficientes (por ejemplo, se permite a los fondos mutuos, celebrar contratos a futuro y también de venta corta, entre otros)
- reforzar las exigencias en materia de la divulgación de información a los partícipes del fondo y las responsabilidades de las administradoras (...*"la Administradora deberá informar en forma veraz, suficiente y oportuna a los partícipes de los fondos y al público en general, sobre las características de los fondos que administra y sobre cualquier hecho o información esencial respecto de sí misma o de los fondos que administre...."*⁴, por ejemplo)
- creación de clases o series de cuotas (...*"pudiendo existir diferentes series de cuotas para un mismo fondo, lo que deberá establecerse en el reglamento interno del fondo respectivo"*⁵)
- simplificar los procedimientos de suscripción y rescate de cuotas (...*"la administradora y el partícipe podrán acordar que la solicitud de rescate sea cursada en una fecha posterior a la de se presentación"*⁶)
- permitir la realización de labores complementarias al giro de las administradoras de estos fondos
- homogeneizar los requerimientos patrimoniales
- transparentar el cobro de comisiones (*"El fondo deberá ofrecer pactos en los mismos términos a todos los partícipes que efectúen suscripciones o rescates de características similares"*⁷)

⁴ Ley 19.769, Artículo 1º, N° 9.

⁵ Ley 19.769, Artículo 1º, N° 2, letra b).

⁶ Ley 19.769, Artículo 1º, N° 15, letra b).

⁷ Ley 19.769, Artículo 1º, N° 15, letra b).



10. *Creación de la Figura de la Administradora General de Fondos:* Con el fin de que las administradoras de fondos de terceros pudieran adecuar sus estructuras organizacionales de manera más flexible, disminuyeran sus costos de administración y accedieran a ciertas economías de escala; se permitió que bajo una misma sociedad administradora se puedan gestionar fondos de distinto tipo, tales como fondos mutuos, fondos de inversión y fondos para la vivienda; cosa que no ocurría en el pasado, ya que cada uno de ellos debía estar constituido como entidad, patrimonio y administración autónoma. Se espera que la mayor eficiencia repercuta en una mejor calidad de servicio para los tenedores de cuotas.
11. *Creación de un Sistema de Multifondos de Pensiones:* La medida reconoce la existencia de distintos perfiles de riesgo entre los cotizantes de los fondos de pensiones; así como el hecho de que los más jóvenes, dado su mayor horizonte de inversión, están menos expuestos a las volatilidades de los portafolios de inversión en renta variable. Ambas situaciones permiten aumentar la rentabilidad esperada para aquellos afiliados dispuestos a asumir niveles más elevados de riesgo. Dado ello, se crea el sistema de multifondos, que permite a las AFPs ofrecer 5 carteras de inversión, diferenciadas por el porcentaje de renta variable de cada una de ellas.
12. *Eliminación del Activo Contable Depurado (ACD):* el ACD equivalía al valor monetario de un porcentaje de los activos totales individuales de una sociedad anónima. Este valor se obtenía sumando los activos operacionales y una proporción de la cuenta “Otros Activos” del balance. A partir de la ley de “Modernización del Mercado de Valores”, aprobada el año 1994, mientras mayor era la proporción de ACD sobre Activos Totales de una sociedad, mayor era los montos que un fondo de pensión podía invertir en instrumentos de deuda emitida por aquella (en la práctica se restringía la compra de acciones de sociedades de inversión, en particular si los activos de ésta lo conformaban empresas que no listaban en bolsa).

El fin de esto último era acotar la inversión de las AFPs en aquellas compañías en las que la causa de la generación de ingresos no dependieran del emisor o en las que no mantuvieran poder de decisión significativo, entre otras cosas.

Con esto se favorecía a las sociedades productivas y se perjudicaba a las de inversión. La inversión en sociedades cerradas o no inscritas en los registros de la SVS se castigaba fuertemente.

El ACD impedía que el mercado asignara riesgos y valorara los activos según su propia percepción, además de imponer trabas operativas al manejo de portafolio de las AFPs, dificultando un manejo más eficiente del mismo. Por otro lado, el control del riesgo de las inversiones que pretendía cautelar el ACD, se cumple a través de otras disposiciones aplicadas a los Fondos de Pensiones, como la clasificación de riesgo, los límites máximos de inversión en empresas y la propia autorregulación que realizan las AFPs. La eliminación del ACD redundaba en un manejo más fluido del portafolio de las AFPs, permitiendo financiar un mayor número de proyectos de inversión.

13. *Beneficio Tributario a transacciones hechas en la Bolsa de Productos Agrícolas:* Con la ley 19.826 se generó un mecanismo que eliminó el principal problema que postergaba la entrada en vigor de la ley 19.220, la cual regula el establecimiento y funcionamiento de las Bolsas de Productos Agropecuarios con el objetivo de promover mecanismos e instrumentos que faciliten y hagan más eficiente el acceso de los productores agropecuarios al financiamiento, entre otras cosas.

La propuesta contempló la postergación del pago de IVA para las transacciones de títulos de certificados de depósitos (emitidos por la Bolsa en la primera transacción, cuando el vendedor entrega el producto para su guarda) hasta que el dueño (comprador) del título decida pedir la transferencia de los



productos que lo respaldan. El mecanismo, genera un incentivo para financiar el almacenaje de productos a través de la bolsa, al eliminar el costo financiero asociado al crédito de IVA. El objetivo central de desarrollar esta institucionalidad fue disminuir el costo financiero asociado a la necesidad de almacenar productos cuya estacionalidad de producción es distinta a la de consumo.

Con esto, los agricultores podrán enfrentar mejores precios, gracias a la disminución del costo financiero de la guarda. Adicionalmente se fomenta el uso de una nueva alternativa de inversión.

14. *Eliminación del impuesto de la Intermediación Bancaria Transfronteriza:* Con el fin de avanzar en la internacionalización de la banca, permitiendo a los bancos chilenos competir en igualdad de condiciones en el financiamiento de proyectos en el extranjero, se eliminó el impuesto de 4% a los intereses aplicados sobre los créditos pedidos por los bancos, cuyo uso final es el otorgamiento de préstamos en el extranjero.
15. *Perfeccionamiento a la Ley de Bancos:* con el fin de que los bancos tengan mayor capital para solventar un mayor volumen de créditos, se propusieron dos modificaciones a la Ley General de Bancos, que contribuyen a generar condiciones de mayor competitividad, tanto para los bancos nacionales como para las sucursales de bancos extranjeros establecidos en el país. Las modificaciones fueron las siguientes:
 - La Ley General de Bancos exige que las instituciones financieras mantengan un patrimonio efectivo no inferior a cierto porcentaje de sus activos ponderados por riesgo. Asimismo, define como patrimonio efectivo el capital pagado y las reservas (denominado capital básico) más los bonos subordinados emitidos por la institución con un tope de hasta 50% del capital básico. Inicialmente, previo a la determinación del patrimonio efectivo, las inversiones en filiales y sucursales en el exterior se deducían del capital básico, lo cual restringía la emisión de bonos subordinados. Dado ello, la modificación a la ley estableció que la deducción se realizará directamente del patrimonio efectivo, sin afectar el capital básico y, por ende, sin reducir la base que sirve de referencia para la contabilización de los bonos subordinados. Esta medida, además, de fomentar la emisión de bonos subordinados, favorece el volumen de negocio de los bancos.
 - La ley permite que los límites de crédito a una misma persona se eleven mediante una garantía consistente en cartas de crédito emitidas por bancos del exterior calificados en primera categoría. Sin embargo, esta garantía no se aceptaba cuando esas cartas de crédito eran emitidas por la casa matriz de un banco que tiene sucursal en Chile y a favor de esa sucursal. Se suprime esta restricción y se iguala el tratamiento de los bancos.