

MERCADO DE CAPITALES Y CAPITAL DE RIESGO

1. Objetivo: Producir una reforma del Mercado de Capitales y en especial de la Industria de Capital de Riesgo para que sean realmente asignadores eficiente de recursos.

2. Regulación-Concepto: En términos generales la regulación económica debe perseguir tener mercados lo más abiertos y competitivos posibles y en remediar externalidades cuando el costo de hacerlo es menor a la ineficiencia que producen. La regulación en el mercado de capitales chileno se articula sobre dos aspectos. Primero, están las posibles externalidades en el sistema de pagos al fallar alguna institución, especialmente bancaria. Segundo, están los potenciales problemas de información. Parte de esto es la externalidad que se produce por la propia presencia de seguros explícitos e implícitos que otorga el estado a los inversionistas. Los dos aspectos anteriores tienen como común denominador un problema de información. Es claro que hoy día existe la tecnología para distribuir eficientemente toda la información necesaria. Incluso, podrían existir entidades privadas que aseguren ciertos riesgos y otras que en función de análisis de la información produzcan ratings simples de seguir para el público en general. Sin embargo, dada la magnitud de una reforma que incorporara estos aspectos, optamos por tomar estos elementos como dados por el momento. Sin embargo, es útil tener estas consideraciones presentes al analizar el resto de las regulaciones presentes en el mercado hoy.

3. Regulación-Práctica: El problema de información se produce porque históricamente ha sido muy complejo para cualquier persona chequear que su institución financiera va a poder cumplir con sus contratos en todos los estados de la naturaleza no considerados de fuerza mayor. Como el problema del regulador es básicamente el mismo, las instituciones con giro único y exclusivo permean al mercado: esto hace más fácil la tarea del regulador. El problema es que esto produce duplicación de infraestructura y de costos, pérdidas importantes de información y una ineficiente asignación de recursos en un sector que es responsable por la asignación de una gran parte de la inversión total. La razón de esto último es que el regulador actúa sobre los activos de las instituciones financieras en base a conceptos completamente primitivos de manejo de riesgo. En particular no se toma en cuenta la correlación entre los distintos instrumentos de un portfolio (i.e. un portfolio que incluye una pequeña proporción de una inversión muy riesgosa es menos riesgoso que uno que no la incluye).

4. Capital de Riesgo e Inversionistas Institucionales: La industria de capital de riesgo no existe en Chile. La razón es principalmente las políticas de inversión de AFPs y Compañías de Seguros y una regulación excesiva a las Administradoras de Fondos de Inversión. El esquema de comparación de rentabilidades hace que sea muy riesgoso para una AFP mantener una inversión con un potencial alto de pérdida aún cuando la inversión sea óptima en términos económicos. Esto también hace que el concepto de administración

de cartera y diversificación se pierda. El costo económico de esto puede ser bastante alto.

5. Globalización: Otro punto muy relevante es la interconexión de los mercados de capitales. Esto hace que la regulación no puede ser incompatible con la de los mercados desarrollados (i.e. USA). Es más en muchas áreas lo correcto es probablemente quedar sujeto a la regulación americana. Esto es lo que se requiere en el área de instrumentos de oferta pública.

6. Aspecto Judicial: Es relevante que las regulaciones y contratos puedan hacerse cumplir legalmente. Esto requiere tribunales especializados que puedan actuar con la velocidad requerida.

7. Reformas Generales:

-Total Apertura del Mercado: Esto es tanto interno para crear nuevas instituciones sin trabas de ninguna especie, como externo en el sentido que cualquier entidad acreditada por un país dentro de una lista previamente aprobada, pueda ofrecer sus productos en Chile.

-Eliminar giros únicos y exclusivos: Cualquier institución financiera puede realizar todas las operaciones financieras que no estén prohibidas por la ley. Por ejemplo esto implica que los Bancos, las Administradoras de Fondos Mutuos o Corredoras de Bolsa pueden administrar las cuentas previsionales, que las AFP puedan administrar fondos mutuos, etc..

-Supervisión Centralizada: Lo anterior requiere una superintendencia única. La regulación debe ser en base al capital necesario para cumplir con las obligaciones que contrae la institución financiera.

-Instituciones de Apoyo: Debe existir libertad para hacer uso de todas las entidades de apoyo bancarias especialmente las que se encargan del sistema de pagos: Transbank, CCA, etc..

8. Reformas al Capital de Riesgo:

-Eliminar Regulación Especial: Los fondos de inversión no requieren de regulaciones especiales. Si sus títulos son de oferta pública, quedan regulados por las normas de las sociedades anónimas abiertas.

-Inversiones AFP y Compañías de Seguros: Se debieran eliminar todas las regulaciones de inversión para estas instituciones. Dado que existen seguros explícitos e implícitos del estado respecto a la solvencia de las mismas, se requiere de una norma básica de diversificación. Esta debería contemplar básicamente que los recursos de alguna institución no estén concentrados en algún instrumento o emisor determinado. También se podría exigir que tengan mínimos en cierta clase de activos. En particular se debe eliminar el requisito

de rentabilidad mínima (si se mantuviera tendría que ser por un plazo bastante largo, tipo 5 años).

-Eliminar Impuesto a las ganancias de capital: Tanto para acciones como para cuotas y para nacionales y no residentes.

-Fondos Privados: No tienen las exenciones tributarias de las acciones de SA, aunque califican para las AFP. Es poco probable que sirvan de mucho.

-Ley OPA: Para efectos de los fondos de inversión es bastante positiva: la concentración de cuotas pasa del 25 al 35% y la inversión en sociedades cerradas aumenta hasta el 100%.

29 de agosto de 2000

© Juan Braun Llona