

MKIII: Un Proyecto que Requiere Mayor Análisis

En septiembre del año pasado el Gobierno envió al Congreso un proyecto de ley que “introduce una serie (de) reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales” llamado “MKIII”, por ser la tercera reforma sucesiva en la década sobre mercado de capitales.

El proyecto denominado MKIII es una iniciativa de alcance limitado, pues no contiene reformas verdaderamente profundas, como se conversó en su momento con el sector privado, pero ello no sería óbice para su aprobación, quedando libre el espacio para que el Gobierno recién asumido haga un planteamiento a continuación mediante un proyecto nuevo que tenga ese signo.

Alcance y Tramitación

Se trata de un proyecto extenso, que modifica en mayor o menor medida normas aplicables a los fondos de inversión, fondos mutuos, administradoras de fondos de pensiones, bancos, otros agentes de crédito, como también la legislación de valores e impuesto a la renta, entre otras.

En el mensaje se dice que el proyecto es fruto de la colaboración público-privada, pues se generó en un diálogo permanente del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, integrado por profesionales destacados del sector financiero nacional. Sin embargo, el proyecto es considerado por el sector privado como una iniciativa limitada y que no llenó las

expectativas que se cifraron en él.

A esto se suma el hecho de que el proyecto presenta diversos problemas técnicos y aspectos discutibles, lo que merece un trabajo legislativo acabado y un debate de fondo para su correcto despacho. En la Cámara de Diputados se tramitó en menos de 60 días y bajo suma urgencia, medida puesta por el Gobierno para forzar su despacho sin tramitación particular, que es la etapa en que se analizan en detalle las iniciativas legislativas. Por su parte, en el Senado tampoco se ha hecho la discusión particular; sólo se hizo un análisis somero y se votó la aprobación en general, otorgándose un breve plazo para presentar indicaciones, que vence el 5 de abril próximo.

En una tramitación de estas características, no es posible hacerse cargo de los inconvenientes que presenta el proyecto. A continuación nos referimos a algunos de éstos:

1. Fondos de Inversión

Los fondos de inversión son una forma alternativa de captar capitales en las acciones de sociedades anónimas, cuyas cuotas tienen características similares a éstas, pero al tratarse de un aporte a un fondo permite diversificar la inversión en una cartera y no concentrarse en sólo un negocio. Además, es de la esencia de la figura la entrega del manejo del fondo a una administradora, que se especializa en la gestión de negocios.

Dicha figura nació en nuestro país a fines de la década de los 80' y bajo una regulación estricta y rígida. Actualmente, existen dos tipos de fondos de inversión, los públicos y los privados, según si pueden hacer oferta pública de sus cuotas. El proyecto plantea como objetivo flexibilizar la legislación de los fondos públicos, meta que es compartida por los actores y por los analistas del mercado de capitales.

Sin embargo, cuando se analiza el proyecto, se concluye que se sustituye la legislación restrictiva por otra muy amplia que deja los detalles de las nuevas opciones a un futuro reglamento (que la experiencia indica que muchas veces no se dictan) o a decisiones de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). De esta manera, una legislación limitada pero que garantiza un determinado marco mínimo de acción, es reemplazada por facultades administrativas amplias y discrecionales, que dependiendo de la forma en que sean utilizadas, pueden devenir en normas más restrictivas que las vigentes.

Por lo señalado, las reformas a los fondos de inversión han sido criticadas por los interesados. El Gobierno pasado pretendía responder a esas críticas simplemente sacando del proyecto estos cambios, lógica que también se espera que siga la autoridad actual. En verdad, no se entiende la razón de adoptar una decisión de esta naturaleza, porque la flexibilización es un objeto deseable y el proyecto en esta parte es totalmente perfectible, si se crean los espacios de negociación en el Congreso y se le destina un tiempo prudente, como ha sucedido con anteriores proyectos de mercado de capitales.

2. Aspectos Tributarios

Se pretenden introducir cambios significativos a la legislación que exime de toda tributación a la transacción de acciones y cuotas de fondos de inversión con presencia bursátil, sistema conocido como "18 Ter", en

alusión a la norma de la Ley de Impuesto a la Renta que lo contempla. Para fundar las modificaciones, se ha hablado de “elusión tributaria” a propósito de la aplicación de dicha norma, lo que no ha sido debidamente explicado.

La mencionada tributación, que se suele llamar “impuesto a las ganancias de capital”, consiste en aplicar el impuesto a la renta a los mayores valores en la transacción de activos, comparando el valor de adquisición ajustado por inflación con el valor de enajenación, toda vez que éste excede al primero, habría una utilidad o ganancia.

Ahora bien, es necesario explicar que eximir de tributación a la transacción de esos valores, tiene fundamentos. La ciencia económica explica que las alteraciones de valor (en este caso el “mayor valor”) de activos que generan flujos de utilidades, se origina en un cambio positivo en la percepción de los flujos futuros de ellas, que al ser actualizados por una determinada tasa de descuento arrojan un valor actualizado neto superior, esto es, un mayor valor del activo respecto a lo que se pagó por él, sobre la base de expectativas de utilidades anteriores. El efecto de gravar ese mayor valor es una doble tributación, porque se aplicaría el impuesto dos veces: cuando varía el valor del activo y luego cuando el adquirente percibe efectivamente las utilidades. Toda doble tributación es conceptualmente cuestionable e inhibe relativamente la inversión en los activos gravados con ella.

A lo anterior, debe agregarse que Chile es un país de economía abierta que compite en el mundo por atraer capitales. En diversos países, por la razón ya explicada, la tributación sobre las ganancias de capital no existe o tiene un régimen atenuado, por lo que es claro que considerando necesidades derivadas de la competitividad, hay que evitar aplicar en Chile impuestos a las ganancias de capital.

La reforma llamada MKI en 2001, se hizo cargo de la situación anterior y se dictó el artículo 18 Ter, que eximió la aplicación de la mencionada tributación a la transacción de ciertos valores. El Gobierno de la época tuvo clara la necesidad de tomar la decisión, pero le preocupaba el eventual manejo de los precios de los instrumentos, que pudieran significar evasión de impuestos por otras rentas que sí debieran tributar. Por ello, en el debate parlamentario se definió que habría un ingreso no renta, siempre que los precios fueran de mercado y no manejables. De ahí que la normativa estableció que para eximir de tributación, tanto la adquisición como la enajenación, debe haberse realizado en bolsa o a través de otras operaciones señaladas por la ley (una OPA, acciones de primera emisión u otros) y sólo respecto de valores que tengan presencia bursátil, norma técnica dictada por la SVS que fija un cierta “densidad” de transacciones en un determinado período.

Ahora bien, el proyecto en tramitación pretende introducir dos modificaciones a lo explicado:

a. Respecto de los Fondos de Inversión

Los fondos de inversión han desarrollado diversos proyectos de negocios y colocado las respectivas cuotas en el mercado que, al llegar a tener presencia bursátil, su mayor valor no tributa. Se ha dicho que ello importa un peligro de evasión tributaria, porque las inversiones que ellos realizan, que deben materializarse a través de una sociedad aparte que contenga el negocio, no están fiscalizadas por la SVS. Por ello, el proyecto exige que para que proceda dicho tratamiento, las sociedades en que se invierta deben tener el carácter de sociedades anónimas abiertas, con el objeto, aparte del fondo mismo.

Muchos de los cuestionamientos parten de la base de acusar elusión o evasión, reclamando un supuesto aprovechamiento de la ley, sin que se hayan entregado fundamentos claros y con base técnica para hacer una modificación que provocará efectos negativos en el mercado.

Este planteamiento es completamente errado, dado que la fiscalización de la SVS no guarda relación con los aspectos tributarios, sino de mercado de valores. Las sociedades en que invierten los fondos son fiscalizables por el Servicio de Impuestos Internos como cualquier contribuyente. Exigirles que sean sociedades anónimas abiertas impone un costo de administración que puede volver inviable un proyecto. Más aún, el gran mérito de la actual situación, es que proyectos que no son susceptibles de llegar al mercado de valores, lo están logrando porque un fondo de inversión invierte en ellos. Acto continuo, si las cuotas del fondo llegan a tener presencia bursátil no

hay un peligro de evasión si ha cumplido el requisito de que en la transacción haya un precio fijado por el mercado.

Además, agregar requisitos especiales de fiscalización a las sociedades en que invierta un fondo de inversión crea una asimetría regulatoria en perjuicio de éstos, frente a la utilización de la alternativa de organizar una sociedad anónima de inversiones abierta, cuyas acciones tengan presencia bursátil y que invierta en sociedades cerradas, las que no tendrán ninguna fiscalización especial. En otras palabras, dos instrumentos similares para lograr un mismo fin, estarán sometidas a regulaciones distintas.

b. Transacción de Acciones con Dividendo

La comparación del valor de adquisición con el de enajenación de las acciones enfrenta una distorsión, que es la utilidad que se va acumulando a medida que el tiempo transcurre, influyendo en su precio. Así, en este precio se puede distinguir, en el plano teórico, el valor de la acción propiamente tal y lo que corresponde a la utilidad acumulada. Tanto es así que siempre que hay un reparto de un dividendo de cualquier acción, en el mercado bursátil se corrige a la baja su precio en un monto equivalente a aquél. De conformidad con la legislación de sociedades anónimas, tienen derecho a un dividendo anunciado quienes registran las acciones con al menos cinco días de anticipación al reparto, de modo que en los días previos al reparto pueden transarse acciones con o sin derecho a dividendo.

Ahora bien, se ha dicho que hay “elusión tributaria”, cuando alguien sabiendo o suponiendo que habrá un reparto de dividendo vende con anticipación (antes de los 5 días del reparto) bajo 18 Ter las acciones con un mayor valor, lo que no quedará sujeto a impuestos, en circunstancia que una parte obedece a un dividendo que si fuera percibido por el vendedor le obligaría tributar, figura que se ha denominado “dividen roll-over”. Pero esto es una visión formal que no es correcta, pues se olvida que el que compra percibirá el dividendo y tendrá que tributar por su monto; y dado que se trata de operaciones en bolsa, no es posible saber si el adquirente será un contribuyente con mayor o menor carga tributaria que el vendedor. Por lo tanto, el Fisco igual percibirá la tributación por los dividendos, aunque no la pague el vendedor sino el comprador. A ello debe agregarse que el mercado tiene información y quien compra sabe que lo hará con un dividendo que necesariamente impactará su nivel de tributación, lo cual siempre determina una corrección equivalente en el precio.

Se ha dicho que lo anterior no es efectivo, porque siempre el comprador busca cómo no tributar, crítica que no tiene fundamentos si se considera que la ley permite aprovechar éstas contra utilidades futuras, como es el caso de un dividendo incluido en una acción. El uso de este fin no es ilegítimo por el hecho que para el vendedor la venta tuvo el carácter de ingreso no renta, porque en definitiva el dividendo quedó sujeto a las opciones que contempla la ley tributaria.

También se ha planteado que las adquieren los fondos de pensiones, que no son contribuyentes y por lo mismo no tributan por los dividendos recibidos. Se olvida que en tal caso, precisamente porque los fondos de pensiones no son contribuyentes, el Impuesto de Primera Categoría que afectó a las utilidades repartidas es irrecuperable como crédito y el tributo se vuelve definitivo, lo que es un beneficio para el Fisco. Cualquier crítica a

las operaciones que concretamente realizan los fondos de pensiones en esta materia, debiera analizar si están cumpliendo debidamente con la ley en sus transacciones y en caso necesario tomar las medidas correspondientes, y no a modificar el marco tributario.

Muchos de los cuestionamientos parten de la base de acusar elusión o evasión, reclamando un supuesto aprovechamiento de la ley, sin que se hayan entregado fundamentos claros y con base técnica, para luego proponer una modificación que provocará efectos negativos en el mercado.

En efecto, la solución que propone el proyecto es que en caso que se enajene una acción una vez aprobados los estados financieros de la compañía (que obliga a repartir al menos un tercio de las utilidades del ejercicio) o acordado un reparto de dividendos o beneficios de un fondo, la parte de mayor valor que se identifique con el dividendo o beneficio quedará afecto a tributación, sin perjuicio que el adquirente pague los impuestos que correspondan cuando los perciba con posterioridad, lo cual importa una doble tributación expresa y un simple abuso por parte del Fisco. Se han hecho propuestas informales en el Congreso para atenuar esta doble tributación, pero que no justifican la necesidad de hacer el cambio que obedece a un análisis cuya base no es correcta. Además, se trata de normas que no tendrán utilidad práctica, porque en la medida que se establezca un período en que la transacciones no gocen del carácter de no renta, ello sólo moverá al mercado a no transar en esos días, con un claro perjuicio para su funcionamiento, pero como siempre habrá en él una estimación de las utilidades acumuladas, igual se harán transacciones en el resto del tiempo que importen el traslado de la tributación entre las partes.

3. Actividad Crediticia

Finalmente, el proyecto contiene modificaciones, que formalmente son a la legislación de protección del consumidor, pero que en la práctica establecen regulaciones a la actividad crediticia de los bancos, compañías de seguro, cajas de compensación y otros agentes de crédito, en dos ámbitos determinados.

Obligación de ofrecer “créditos universales” de consumo, hipotecarios y de tarjetas de crédito. En la práctica, se trata de créditos estandarizados según normas fijadas por la autoridad, cuya justificación estaría en que la comparación de los distintos productos crediticios existentes en el mercado es compleja y difícil para los consumidores, dada la multiplicidad de variables que los caracterizan. Al existir un producto reducido a un común denominador entre todas las entidades en dichas clases de préstamos, el consumidor podrá saber exactamente los costos de cada cual y tomar una

mejor decisión. Nada impediría que el consumidor tome otra alternativa ofrecida por las distintas entidades y que sean de su preferencia.

Se la presenta como una medida que otorga transparencia al mercado y que, por ende, fomenta la competencia, y que no limita las opciones del consumidor. Sin embargo, es discutible que una regulación deba imponer la simplificación para lograr un perfeccionamiento del mercado, pues existen variables que van más allá del costo, como la calidad de servicio, que no se pueden integrar al estándar. Pero además, este sistema entraña un grave riesgo para el funcionamiento del mercado: en la medida que existe una obligación de ofrecer un determinado crédito, el consumidor sostendrá su derecho a que se le otorgue. El otorgamiento de un crédito es una evaluación de riesgo, que compromete el patrimonio del ente crediticio. Se trata de una evaluación comercial, que al final es un juicio subjetivo, que puede llevar a concluir que determinada persona no es sujeto de crédito, más allá de cualquier condición objetiva. En razón de la norma que se pretende aprobar (cuya redacción es imperativa), es altamente probable que los consumidores afectados por una negativa impugnen ante los tribunales la decisión, lo que puede terminar en un pronunciamiento judicial aprobatorio del préstamo, fundado en criterios jurídicos. En otras palabras, el riesgo es que los créditos terminen siendo otorgados por los jueces, que sin tener la titularidad del patrimonio del ente de crédito lo terminen comprometiendo. Esta aseveración no es aventurada, cuando se recuerda lo que ha estado sucediendo con los contratos de salud de las ISAPRE, que están siendo modificados por sentencias judiciales a razón de miles al año.

Obligación para los proveedores de crédito que exijan determinados seguros asociados a la operación (desgravamen y protección de las garantías), a respetar el derecho del asegurado a decidir sobre la contratación de los mismos y la elección de oferente, debiendo los primeros aceptar las pólizas de seguro que éstos presenten, sujeto a que se mantengan iguales condiciones de cobertura y que la entidad crediticia sea considerada beneficiaria del seguro. Por otra parte, se prohíbe condicionar el otorgamiento de un crédito a la contratación de los seguros que ofrezca el agente de crédito.

Esta norma se viene haciendo cargo de una situación real, en que básicamente los bancos, que poseen corredoras de seguros, que ganan comisión sobre la base las primas de las pólizas vendidas, no tienen los incentivos para buscar las más baratas para el cliente. Sin embargo, en la práctica se presentan dos problemas: por una parte, se generará discusión sobre si la póliza efectivamente tiene las mismas condiciones de cobertura, lo que probablemente generará una serie de regulaciones para hacer comparables las pólizas de ambas partes; y, por otra, se olvida que el asegurado final es el ente de crédito, porque la póliza es tomada en

resguardo de sus intereses, y que éste puede no estar conforme con la solvencia o calidad de servicio de la compañía de seguros del cliente. Se trata de un punto relevante, que el proyecto no soluciona y que con mayor análisis podría perfeccionarse pues el cambio que se quiere hacer a la norma responde a un problema real.

Conclusión

El proyecto denominado MKIII es una iniciativa de alcance limitado, pues no contiene reformas verdaderamente profundas, como se conversó en su momento con el sector privado, pero ello no sería óbice para su aprobación, quedando libre el espacio para que el Gobierno recién asumido haga un planteamiento a continuación mediante un proyecto nuevo que tenga ese signo. Lo que sí es obstáculo para su aprobación, es que existen en su articulado diversos problemas, algunos de los cuales ya se mencionaron, que no han sido debatidos ni corregidos durante su tramitación, que ha sido sometida a urgencias y un análisis somero, a diferencia de lo que sucedió en el pasado con otras reformas al mercado de capitales.