

**Hermann González**  
**Valentina Cortés**  
**Patricio Mansilla**

[www.clapesuc.cl](http://www.clapesuc.cl)

# Efectos de modificar o eliminar la exención del impuesto a las ganancias de capital en la enajenación de determinados instrumentos financieros

*Documento de Trabajo N° 103 (agosto, 2021)*

**Efectos de modificar o eliminar la exención del impuesto a las ganancias de capital  
en la enajenación de determinados instrumentos financieros**

Hermann González

Valentina Cortés

Patricio Mansilla

CLAPES UC<sup>12</sup>

Agosto de 2021

---

<sup>1</sup> Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales. Alameda 440, Piso 13 [www.clapesuc.cl](http://www.clapesuc.cl)

<sup>2</sup> Agradecemos el apoyo de InBest para la realización de este trabajo.

## Contenido

Resumen.....	4
1. Introducción .....	6
2. Literatura Relacionada .....	8
3. Marco Conceptual.....	9
3.1 Efectos del impuesto a las ganancias de capital.....	10
4. Tratamiento tributario en Chile.....	13
4.1 Evaluación de las exenciones tributarias y los impuestos correctivos en Chile FMI/OCDE (octubre, 2020).....	20
4.2 Informe sobre Exenciones y Regímenes Especiales – Comisión Tributaria para el Crecimiento y la Equidad (enero, 2021).....	22
5. Experiencia internacional comparada .....	23
5.1 El caso de Perú.....	28
5.2 Centros Financieros Globales .....	31
5.2.1 Impuesto a la ganancia de capital en los Centros Financieros Globales.....	32
6. Efectos de la política actual sobre el desarrollo del mercado de capitales .....	35
7. Potenciales efectos de eliminar la exención del impuesto a las ganancias de capital en acciones/cuotas con presencia bursátil.....	41
7.1 Recaudación fiscal .....	41
8. Recomendaciones de política y conclusiones .....	46
9. Referencias.....	49
Anexo.....	51

## Índice de Figuras

Figura 1: Historia de la tributación de las ganancias de capital de determinados instrumentos financieros .....	14
Figura 2: Esquema de tributación del mayor valor proveniente de la venta de acciones .....	16
Figura 3: Monto transado en acciones y número de negocios por quinquenio.....	36
Figura 4: Monto total operado en acciones en 2019 .....	37
Figura 5: Índice de Desarrollo Financiero (2018).....	38
Figura 6: Esquema del Índice de Desarrollo Financiero.....	38
Figura 7: Índice de Mercados Financieros.....	39
Figura 8: Componentes del Índice de Mercados Financieros .....	40

## Índice de Tablas

Tabla 1: Sistemas tributarios en los países miembros de la OCDE .....	24
Tabla 2: Impuesto a la ganancia de capital en los países analizados .....	30
Tabla 3: Centros de América Latina y el Caribe en el CFGCI 28 .....	31
Tabla 4: Centros de Comparación en el CFGCI 28 .....	32
Tabla 5: Impuesto a la ganancia de capital en los centros financieros seleccionados .....	35
Tabla 6: Estimación de la recaudación del impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones con presencia bursátil .....	42
Tabla 7: Impacto fiscal según porcentaje de ganancias de capital netas en el monto transado considerado para el ejercicio .....	43
Tabla 8: Impacto fiscal según Tasa de Impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones con presencia bursátil .....	44
Tabla 9: Rentabilidad anual del IPSA.....	44
Tabla 10: Impacto fiscal según rentabilidad obtenida por la venta de acciones con presencia bursátil ...	45
Tabla 11: Recaudación según Tasa de Impuesto y Rentabilidad año 2020 .....	46

## Resumen

Desde inicios de la década de 2000, Chile avanzó decididamente hacia modernizar, desarrollar y dar mayor profundidad al mercado de capitales. Los gobiernos de diversas tendencias políticas impulsaron grandes reformas conscientes de la importancia de avanzar en esta dirección para impulsar la inversión, el crecimiento y la creación de empleos.

Estas medidas han tenido resultados sobresalientes. De acuerdo con el Índice de Desarrollo Financiero elaborado por el FMI que mide la profundidad, acceso y eficiencia tanto de las instituciones como de los mercados, Chile ha mejorado en estas dimensiones desde 2001 y actualmente se ubica por sobre los países de la Alianza del Pacífico y sobre el promedio mundial y el de los mercados emergentes.

El Ministerio de Hacienda en sus negociaciones con el Senado para aprobar el proyecto de modernización tributaria abrió la puerta para revisar las exenciones tributarias. Para tal efecto pidió un pronunciamiento conjunto al FMI y a la OCDE y creó una comisión tributaria para tal efecto. Una de las exenciones que se revisó corresponde a la exención del impuesto a las ganancias de capital resultante de la enajenación de acciones y cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos con presencia bursátil, cuyo origen se encuentra en la primera reforma del mercado de capitales del año 2001.

El informe del FMI y la OCDE criticó la forma de cálculo de la exención tributaria en Chile, así como también enfatizó que los datos disponibles en el país brindan una visión limitada y parcial de las ganancias de capital de los contribuyentes en Chile. Adicionalmente, señaló que las exenciones al impuesto a las ganancias de capital derivadas de la enajenación de acciones son poco comunes en países OCDE tales como Canadá, Australia y Estados Unidos. Por su parte, la comisión tributaria recomendó mantenerla para los inversionistas institucionales locales y para no residentes, mientras que para el resto de los inversionistas no hubo una posición única, pues se requeriría un estudio más profundo del tema.

La literatura disponible muestra que una reducción de la tasa impositiva de ganancias de capital incrementa el crecimiento económico a corto y largo plazo. En efecto, una modificación de este tipo aumentaría los incentivos para ahorrar e invertir, al mejorar el retorno de la inversión después de impuestos, todo lo cual redundaría en mejores salarios y estándares de vida. A su vez, altas tasas impositivas a las ganancias de capital pueden afectar negativamente a un país en la competitividad global por atraer capitales.

En el caso de Chile, el riesgo de eliminar la calificación de este ingreso no renta es el de sobre gravar este tipo de operaciones, eliminar una fuente de financiamiento y, en consecuencia, elevar el costo para la inversión para las empresas locales, que deberían optar por otras fuentes de financiamiento, posiblemente externas.

A su vez, el flujo de capitales hacia el exterior desplaza la gestión del ahorro desde la economía chilena donde paga IVA e impuesto a la renta, hacia otros países que ofrecen mejores condiciones tributarias, trasladándose hacia aquellos países la actividad económica, los empleos y los impuestos.

Otro efecto que se distingue en la literatura corresponde a la doble tributación que generaría la eliminación de la exención al impuesto de ganancia de capital. En estricto rigor, más que una exención, la ganancia de capital se debe tratar como un ingreso no renta, precisamente para evitar la doble tributación.

A su vez, de forma recurrente se documenta el denominado efecto “*lock-in*”. Dicho efecto se debe a que el impuesto a las ganancias de capital se paga solamente si se materializa la venta de la acción, por lo tanto, es posible evitar el impuesto manteniendo la posición. De esta manera, a medida que la tasa de impuesto sobre las ganancias de capital es mayor, también lo es el incentivo de los inversionistas a mantener las acciones.

Como consecuencia de este efecto, algunas transferencias de activos no se harán o se postergarán más allá de lo conveniente, de manera que el capital no será movilizado hacia su uso más eficiente. De hecho, la evidencia para EE.UU. revela que reducir el impuesto a las ganancias de capital no solo alentaría un mercado accionario más activo, sino que también podría aumentar los ingresos fiscales debido a una mayor materialización de ganancias.

Otro de los efectos no deseados de un impuesto a las ganancias de capital es la limitación al desarrollo del mercado accionario. Un mercado accionario menos desarrollado tiene un menor número de transacciones, una reducida participación de inversionistas, menor liquidez y, como consecuencia, las empresas se financian con tasas de descuento menos competitivas.

La revisión de la experiencia internacional comparada revela que, tanto países de la región como países desarrollados de referencia aplican un impuesto a las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones. Sin embargo, en ciertos casos se aplican exenciones dependiendo del monto, participación y periodo de mantención. A su vez, en diversos centros financieros globales las ganancias de capital

provenientes de la venta de acciones no se gravan, mientras que, en otros, se aplican exenciones al cumplirse determinadas condiciones.

Por último, la recaudación que significaría la eliminación de esta exención es un tema no resuelto. Sabemos que la información disponible es imprecisa, de manera que cualquier estimación se debe basar en supuestos. En este estudio se presentan distintos escenarios que, entre otras variables, consideran opciones para la proporción de la ganancia de capital, tasa de impuesto y la rentabilidad, obteniéndose un rango de recaudación potencial anual que va desde US\$ 13 millones a US\$ 602 millones.

En consecuencia, las alternativas para lograr una mayor recaudación deberían ir por la línea de cerrar el paso a posibles mecanismos de evasión, pero siempre resguardando dar mayor liquidez al mercado de capitales y aumentar el número de participantes, incrementar la transparencia en la formación de precios y, de esta forma, no interrumpir el avance hacia un mercado de capitales más desarrollado y competitivo globalmente.

## **1. Introducción**

En momentos en que en nuestro país se inicia un debate constitucional y, al mismo tiempo, se plantea revisar nuevamente la estructura tributaria, un tema que habitualmente aparece en la discusión, corresponde a la eliminación de la exención del impuesto a las ganancias de capital.

Desde el año 2001, en Chile rige la ley N° 19.768 que contiene la reforma al Mercado de Capitales (MK I). Dicha iniciativa fue propuesta por el Gobierno de Ricardo Lagos y su objetivo principal fue aumentar la profundidad y desarrollo del mercado de capitales chileno mediante, entre otras medidas, la eliminación, en determinadas situaciones, del impuesto de 15% a las ganancias de capital resultante de la enajenación de acciones y cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos con presencia bursátil. El propósito detrás de esta iniciativa es que un mercado financiero profundo permite canalizar el ahorro hacia proyectos de inversión, los que a su vez generan empleos y crecimiento económico.

En la misma línea, en el año 2007 entró en vigor la ley N° 20.190 que realizó una segunda reforma al Mercado de Capitales (MK II) estructurada sobre la base de: (i) impulsar el desarrollo de la industria de capital de riesgo (ii) aumentar la seguridad en el mercado de valores y (iii) fomentar el proceso de modernización del mercado financiero.

Asimismo, el año 2010, se publicó la ley N° 20.448 de la tercera reforma al Mercado de Capitales (MK III) como parte de un proceso de modernización continuo del mercado de capitales cuyos principales lineamientos fueron: (i) dar una mayor liquidez y profundidad al mercado financiero (ii) fomentar la innovación financiera e (iii) integración del mercado de capitales.

El Ministerio de Hacienda en sus negociaciones con el Senado para aprobar el proyecto de modernización tributaria, cuya discusión se inició el año 2018, abrió la puerta para revisar las exenciones tributarias. Una primera aproximación al estudio de las exenciones en Chile fue realizada por un equipo conjunto del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), que a solicitud del Ministerio de Hacienda desarrolló un informe donde revisaron la metodología del gasto tributario chileno y los impuestos específicos correctivos. Con respecto al gasto tributario asociado a la exención de impuestos a las ganancias de capital por ventas de acciones/cuotas con presencia bursátil, el informe señaló que la metodología empleada por el Servicio de Impuestos Internos (SII) para calcularlo está desactualizada debido a que toma como base un período en el que el mercado financiero chileno aún se encontraba en una etapa temprana de desarrollo. La implicancia directa de esto es que muy probablemente el gasto tributario asociado a esta exención, valorado en US\$ 36,88 millones en 2018, esté siendo subestimado.

Poco después el Ministerio de Hacienda convocó a una Comisión Tributaria para el Crecimiento y la Equidad. Esta comisión consideró el informe del FMI y la OCDE como base para su análisis, para luego realizar recomendaciones relativas a la pertinencia de mantener, modificar o eliminar las exenciones actualmente vigentes en Chile. Respecto de la exención del impuesto a las ganancias de capital en acciones/cuotas con presencia bursátil, el informe señala que hubo consenso en mantenerla para los inversionistas institucionales locales y no residentes. En tanto, respecto del tratamiento para el resto de los inversionistas, hubo distintas posiciones respecto de cómo deberían tributar estas ganancias de capital<sup>3</sup>. Este documento se centra en el estudio de la exención tributaria que actualmente tienen las ganancias de capital por la venta de determinados instrumentos financieros, revisa la literatura disponible al respecto y la evidencia internacional comparada. Asimismo, estima el impacto recaudatorio que podría tener la eliminación de la exención, concluyendo que las estimaciones del impacto fiscal de una medida como esta

---

<sup>3</sup> Más detalles en la sección 4.2.



son altamente sensibles a variables como la tasa de rentabilidad e impuesto que se considere. Tomando todo lo anterior como insumo, se finaliza con conclusiones y recomendaciones de política.

## **2. Literatura Relacionada**

Un impuesto a las ganancias de capital tiene efectos macroeconómicos y financieros que deben ser considerados para comprender posibles consecuencias de una modificación o eliminación de la exención actualmente vigente. Uno de los efectos estaría relacionado al crecimiento económico, toda vez que el crecimiento del producto y el desarrollo de un país depende directamente de su capacidad de ahorro e inversión. En efecto, el riesgo de “sobre gravar” este tipo de operaciones es, por un lado, eliminar una fuente de financiamiento y, en consecuencia, elevar el costo para la inversión para las empresas locales.

En esta línea, Campbell y Nell (2009) argumentan que una reducción de la tasa impositiva de ganancias de capital incrementaría el crecimiento económico a corto y largo plazo de Estados Unidos. A partir de un modelo de equilibrio general dinámico, los autores proyectan que el crecimiento de la inversión saltaría desde un 2% a un 3% anual durante los tres primeros años posteriores a la eliminación de impuestos a los dividendos y a las ganancias de capital antes de volver al crecimiento de referencia de 2% al año. El modelo predice que el PIB estadounidense se expandiría 2% anual durante los primeros tres años en comparación al escenario base de 2% al año. Sin embargo, para el cuarto año, el crecimiento del PIB alcanza un nuevo crecimiento de estado estacionario de 2,1% anual a medida que el mayor crecimiento de la inversión amplía la capacidad productiva de la economía. Debido al poder del efecto compuesto, pequeños aumentos sostenidos en el crecimiento conducen a efectos significativos a través del tiempo.

Asimismo, Saxton (1997) en un estudio del comité económico del Congreso estadounidense, señala que una reducción del impuesto a las ganancias de capital aumentaría los incentivos para ahorrar e invertir, al mejorar el retorno de la inversión después de impuestos. En este mismo estudio, el economista Allen Sinai sostiene que se reduciría el costo del capital, impulsando la inversión y estimulando el crecimiento económico de Estados Unidos. Lo anterior se traduciría en mejores salarios y estándares de vida.

Otro punto relevante que menciona Saxton (1997) tiene relación con el hecho de que altas tasas impositivas a las ganancias de capital pueden afectar negativamente a un país en la competitividad global por atraer capitales. Se debe tomar en cuenta los principales competidores y vecinos de un país para determinar la posición relativa respecto a la atracción de capitales. En el caso estadounidense, el autor

menciona que una menor tasa de impuesto a las ganancias de capital ayudaría a mejorar la competitividad global frente a Alemania, Hong Kong y Japón que tienen un tratamiento más favorable respecto a las ganancias de capital.

En efecto, alzas unilaterales de impuestos pueden producir la “offshorización” de la gestión del ahorro, eliminando actividad económica local que paga IVA e impuesto a la renta y trasladándose esta generación de actividad, empleos e impuestos al país al cual se mueven los capitales.

En el mismo estudio de 1997 del comité económico del Congreso estadounidense, se hace referencia al economista Allen Sinai, que estima el impacto de una exención del impuesto a las ganancias de capital de largo plazo del 50% para las personas y una disminución en la tasa de impuestos corporativa de ganancias de capital del 10% para la economía norteamericana entre 1997 y 2002. Encuentra que aumentaría el gasto de las empresas en capital en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales del PIB. Los mayores niveles de inversión y formación de capital generarían un aumento en la actividad económica, añadiendo 0,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real anual.

Por otro lado, Zodrow (1995) señala que hay una variedad de problemas respecto de la medición de los efectos de un cambio en la tasa de impuesto a las ganancias de capital. Uno de ellos es que no existe un modelo de amplia aceptación para la decisión de realizar las ganancias de capital. Como resultado, las razones que motivan la decisión de materializar las ganancias no están bien precisadas y por ende la especificación apropiada para los modelos econométricos no es clara.

Otro problema de los estudios sobre el efecto de un recorte en la tasa de impuesto a las ganancias de capital en la recaudación fiscal es que hay importantes efectos de retroalimentación, como cambios en los pagos de dividendos, modificaciones de portafolio y el uso de estrategias de elusión fiscal.

### **3. Marco Conceptual**

El precio es una variable financiera relevante porque afecta las condiciones de financiamiento de las empresas e indirectamente influye en la asignación de recursos en la economía, al mismo tiempo que determina los niveles de riqueza de los accionistas. En un escenario en que no hay impuesto a las ganancias de capital, tenemos que el precio de una acción en el momento  $t$  se define como:

$$P_t = \int_t^{\infty} (1 - \tau) * R_s * e^{r(s-t)} ds$$

Donde:

$P_t$ : Precio de la acción

$\tau$ : Tasa de impuesto a los flujos de la acción

$R_s$ : Flujos brutos de impuesto en el momento  $s$

$r$ : Tasa de descuento de los flujos

Para obtener la ganancia o pérdida de capital que obtendría un inversionista por la venta de una acción hay que conocer el precio al momento de la compra ( $P_0$ ) y el precio al momento de la venta ( $P_t$ ). Entonces, la ganancia o pérdida de capital se define como:

$$\text{Ganancia o pérdida de capital} = \Delta P = P_t - P_0$$

La ganancia de capital ocurre entonces, cuando el precio al momento de la venta es mayor al de la compra. Existen principalmente dos razones para explicar por qué el precio al momento de la venta puede ser mayor al de compra y por ende generar ganancias de capital. La primera de ellas tiene relación directa con un cambio en los flujos futuros esperados, es decir, un cambio en los fundamentales subyacentes al precio de la acción. La segunda razón son los movimientos especulativos que se dan en los mercados accionarios y que generan desviaciones transitorias del precio.

### 3.1 Efectos del impuesto a las ganancias de capital

Por el lado de los accionistas, al momento en que las utilidades se reparten como dividendos, deben tributar sobre ellos. Por lo tanto, si se elimina la exención al impuesto de ganancia de capital, el dueño de la acción tributaría dos veces sobre la misma fuente de renta (se generaría una doble tributación). La magnitud del efecto anterior está directamente relacionada con el número de veces que la acción es transada. Adicionalmente, la doble tributación aumentaría el precio relativo del consumo futuro y la distorsión intertemporal de las decisiones de consumo sería mayor (Auerbach, 1992).

La doble tributación sobre una misma fuente de ingresos es una de las consecuencias más claras y visibles como primera aproximación al debate sobre la eliminación de esta exención. En estricto rigor, más que

una exención, la ganancia de capital se debería tratar como un ingreso no renta, precisamente para evitar la doble tributación.

Otro de los efectos recurrentemente documentado en las investigaciones es el denominado efecto “*lock-in*”. Dicho efecto se debe a que el impuesto a las ganancias de capital se paga solamente si se materializa la venta de la acción, por lo tanto, es posible evitar el impuesto manteniendo la posición. De esta manera, a medida que la tasa de impuesto sobre las ganancias de capital es mayor, también lo es el incentivo para los inversionistas a mantener las acciones.

La pregunta que surge entonces es, ¿cuál es el problema que algunos inversionistas se resistan a liquidar acciones que suben de valor? La respuesta se encuentra en la eficiencia social, definida como la diferencia entre el Beneficio Marginal Social (BMS) y el Costo Marginal Social (CMS). Producto del impuesto a las ganancias de capital algunas transferencias de activos socialmente eficientes no se harán o se postergarán más allá de lo conveniente, de manera que el capital no será movilizado hacia su uso más eficiente.

La teoría del efecto *lock-in* comienza con el estudio de Feldstein et al. (1980), quienes proporcionan uno de los primeros estudios econométricos del efecto de la tributación sobre las ganancias de capital en Estados Unidos. A partir de información del Servicio de Impuestos Internos (IRS) y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos disponen de una muestra de 53.523 contribuyentes que recibieron dividendos en 1973. Los autores concluyen que reducir el impuesto a las ganancias de capital no solo alentaría un mercado accionario más activo, sino que también aumentaría los ingresos fiscales. Su elasticidad estimada fue de aproximadamente 3,8, es decir, una reducción de 10% en la tasa a las ganancias de capital se traduce en un aumento de realización de las ganancias de 38%. Cabe advertir que este número fue estimado a partir de datos para un sólo año, por lo cual puede estar capturando una respuesta transitoria en las materializaciones de ganancias frente a un cambio permanente en la tasa impositiva.

Auten y Clotfelter (1982) estudian los efectos sobre la realización de las ganancias de capital en Estados Unidos a partir de un panel de datos del Departamento del Tesoro que contiene las declaraciones de impuestos entre 1967 y 1973 para una muestra aleatoria de contribuyentes. Los autores estimaron una elasticidad transitoria que, en el promedio simple de sus especificaciones, es de 1,5. Esto quiere decir que, en el corto plazo, una reducción de 10% en la tasa impositiva a las ganancias de capital conduce a un aumento de materialización de las ganancias de 15%. Por otro lado, en el largo plazo, los autores estiman una elasticidad de 0,5, indicando que el efecto *lock-in* podría disiparse con el tiempo. Cabe destacar que

en este estudio fueron consideradas todo tipo de ganancias de capital a diferencia de Feldstein et al. (1980), quienes consideraron solo las ganancias de capital por venta de acciones.

Evidencia reciente del impacto del impuesto a las ganancias de capital en la materialización de las ganancias se encuentra en el trabajo del Comité Conjunto de Impuestos del Congreso de Estados Unidos (JCT por sus siglas en inglés). El estudio del JCT (2019) analiza la materialización de ganancias de capital durante el periodo 2007-2012, y evidencia la discontinuidad que existe en la materialización de ganancias de capital justo después de haber cumplido con el periodo de mantención del activo de un año, condición para acceder a una tasa de impuesto por ganancias de capital más baja en Estados Unidos. Lo anterior demuestra que el impuesto afecta directamente las decisiones de inversión, al incentivar mantener los activos por un periodo mayor al que desearía el inversionista. La elasticidad resultante de esta discontinuidad se estima en -0,74 para el año 2012, en tanto, en los años 2008 y 2009 se estima una elasticidad mayor a 1, evidenciando una mayor sensibilidad en tiempos de crisis financiera.

Otro de los efectos no deseados de un impuesto a las ganancias de capital es la limitación al desarrollo del mercado accionario. La literatura muestra que dicha limitación genera efectos importantes que revisaremos a continuación. En general, un mercado accionario menos desarrollado implica que las transacciones bursátiles son menores, la participación de inversionistas en el mercado local se reduce, disminuye la liquidez y finalmente las empresas se financian con tasas de descuento menos competitivas.

Noronha y Ferris (1992) documentan una relación inversa entre el volumen transado en bolsa y la tasa impositiva sobre las ganancias de capital, lo cual es consistente con el efecto “lock-in” revisado anteriormente. Similarmente, Henderson (1990) encuentra que, en Estados Unidos, los recortes de impuestos a las ganancias de capital de 1978 y 1981 aumentaron el volumen transado en la bolsa. Adicionalmente, en Perú, cuyo caso revisaremos en detalle más adelante, se encontró que la implementación del impuesto a las ganancias de capital en 2010 tuvo un impacto negativo relevante sobre la liquidez medida mediante el bid-ask spread (Del Pino, 2017).

Las menores transacciones bursátiles son sinónimo de una menor liquidez, y esta a su vez es un indicador importante para definir el desarrollo y profundidad de un mercado de valores. Bartels y Freeman (2000) mencionan que, entre otros factores, la insuficiente liquidez, es uno de los impedimentos más importantes para una mayor inversión en mercados emergentes. Una mayor liquidez facilita el financiamiento de las empresas, en el sentido que permite endeudarse a tasas más bajas debido a que los inversionistas esperan incurrir en un menor costo al vender los activos financieros en el mercado secundario (Ellul y Pagano,

2005). En el caso de Chile, el riesgo de eliminar la calificación de este ingreso no renta es el de “sobre gravar” este tipo de operaciones, eliminar una fuente de financiamiento y, en consecuencia, elevar el costo para la inversión para las empresas locales.

Otro efecto, que está ligado al efecto “*lock-in*” revisado anteriormente, tiene relación con los portafolios de inversión. Por ejemplo, Dammon et al. (2001) estudian las decisiones de portafolio óptimo en presencia de impuesto a las ganancias de capital. Los autores encuentran una relación negativa entre el incentivo a ajustar la cartera de inversiones y el tamaño del impuesto a las ganancias de capital y la edad del inversionista. En esta misma línea, Feldstein y Yitzhaki (1978) encontraron evidencia de que el impuesto a las ganancias de capital inhibe las ventas de acciones cuyo fin era el ajuste y diversificación de portafolios.

La literatura relacionada además encuentra que un impuesto a las ganancias de capital no solamente se limitaría a disminuir los incentivos a ajustar los portafolios. Según Anwar y Mishra (2017), el impuesto a las ganancias de capital tiene un impacto negativo y estadísticamente significativo en la tenencia de portafolios extranjeros de acciones. Particularmente se encuentra que, en promedio, un aumento de 1 punto porcentual en la tasa de impuesto a las ganancias de capital implica una disminución de 0.018% en las tenencias de acciones extranjeras. Dicho efecto se encuentra tanto en países con tasas de impuesto a las ganancias de capital bajas como altas.

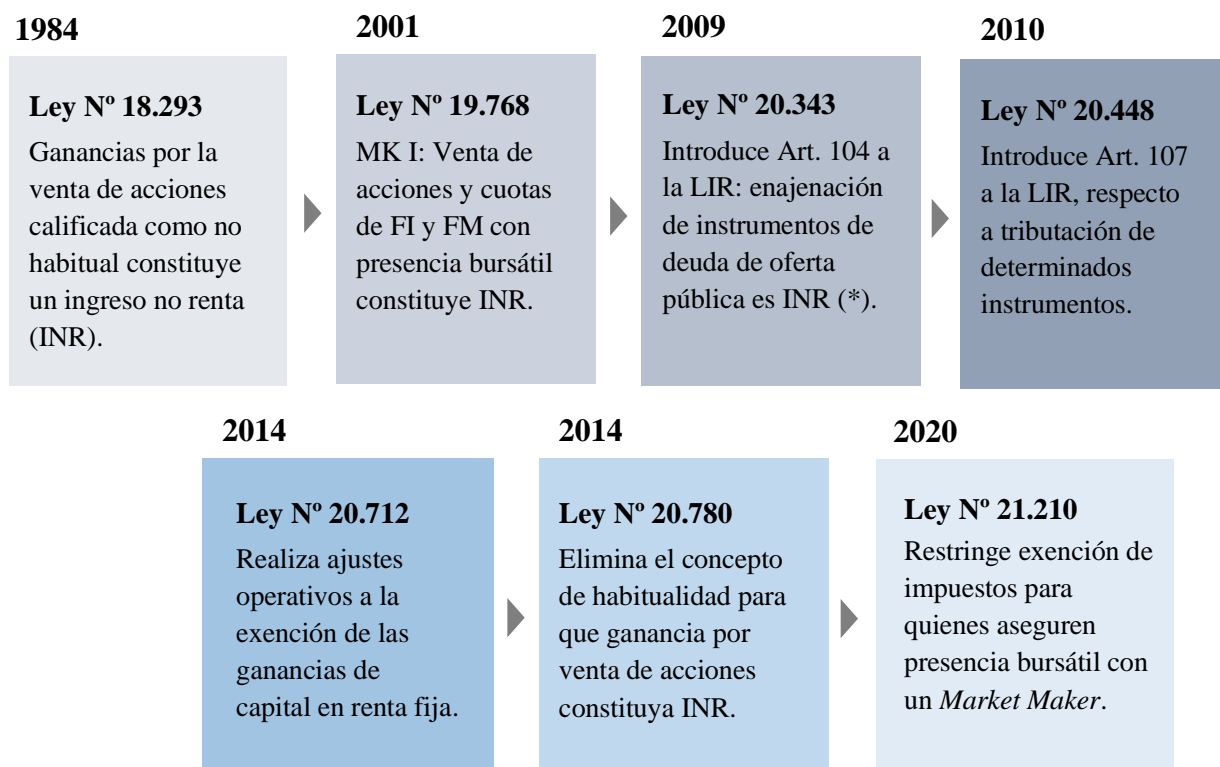
#### **4. Tratamiento tributario en Chile**

En Chile, las ganancias de capital son gravadas con el impuesto a la renta cuando se materializan, es decir, cuando se concreta la venta del activo. Luego, las ganancias de capital percibidas, de no cumplir con determinados requisitos, son consideradas un ingreso que tributa de la misma forma que cualquier otra fuente de ingresos para los contribuyentes. En particular, para las personas naturales residentes aplica el Impuesto Global Complementario (IGC), para las personas jurídicas constituidas en Chile aplica el Impuesto de Primera Categoría (IDPC) y para las personas naturales o jurídicas no residentes en el país aplica el Impuesto Adicional (IA).

En la Figura 1 se muestran las fechas más relevantes respecto a los cambios realizados a la Ley del Impuesto a la Renta (LIR) en lo referido a la tributación del mayor valor obtenido en la enajenación o

rescate, según corresponda, de instrumentos de inversión. El detalle de cada uno de estos hitos se entrega a continuación.

**Figura 1: Historia de la tributación de las ganancias de capital de determinados instrumentos financieros**



Nota: (\*) Sujeto a determinados requisitos.

Fuente: Elaboración propia.

### Situación anterior a la primera reforma de capitales

Con el Decreto de Ley N° 824 se publicó la Ley del Impuesto a la Renta el 31 de diciembre de 1974. En el texto original, la enajenación o cesión de acciones de sociedades anónimas se establece como un ingreso no renta. Luego, en 1984 con la ley N° 18.293 se agrega que lo anterior será así siempre que entre la fecha de adquisición y enajenación haya transcurrido a lo menos un año. En particular, si el período entre la compra y la venta de la acción era mayor a un año entonces la operación era considerada como no habitual, de lo contrario era una operación habitual. Para obtener el beneficio tributario, la transacción debía ser de carácter no habitual y la ganancia de capital menor a 10 UTA.

## **Reforma al Mercado de Capitales I (MK I)**

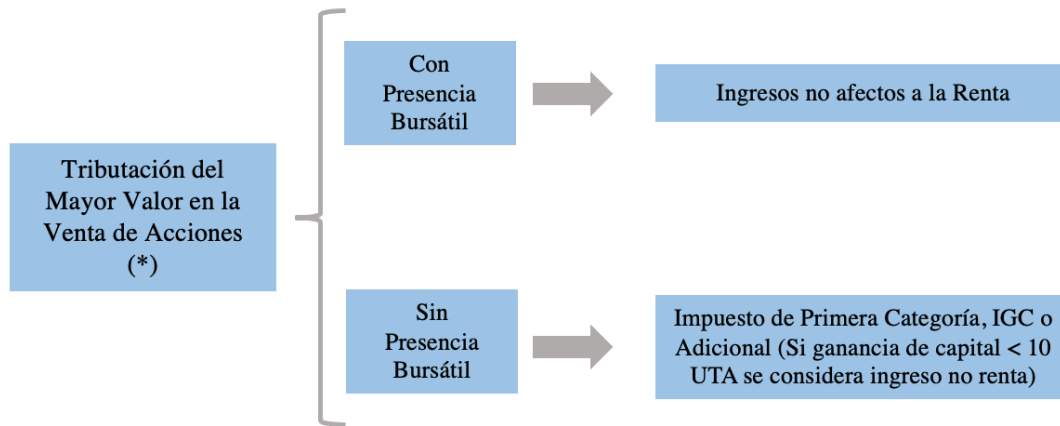
El 7 de noviembre de 2001, bajo el gobierno del presidente Ricardo Lagos se publicó la ley N° 19.768 conocida como la Reforma al Mercado de Capitales I (MK I). Mediante esta ley, se eliminó el impuesto a las ganancias de capital sobre ciertas transacciones y bajo ciertas condiciones, con el objetivo de otorgar incentivos para fomentar una mayor participación, profundidad y liquidez del mercado accionario local. El 29 de mayo de 2001, el presidente Lagos, en su mensaje frente a la Cámara de Diputados sostuvo *“La experiencia de diversos países demuestra que el desarrollo del mercado de capitales es uno de los aspectos más relevantes en la determinación de las posibilidades de crecimiento de una economía. Un mercado financiero profundo constituye la plataforma ideal para que los distintos agentes ahorren con mayor confianza, obteniendo mayores retornos esperados y grados adecuados de diversificación”*.

Dicha ley incorporó el Artículo 18 ter, que estableció que no se gravará con impuestos el mayor valor obtenido de:

- i. La enajenación de acciones de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil que hayan sido adquiridas después del 19 de abril de 2001 y vendidas después del 7 de noviembre de 2001.
- ii. La enajenación de cuotas de fondos de inversión con presencia bursátil.
- iii. La enajenación de cuotas fondos mutuos y de cuotas de fondos de inversión -que no cuenten con presencia bursátil- siempre y cuando se establezca en la política de inversiones de los reglamentos internos, de ambos tipos de fondos, que a lo menos el 90% de los activos del fondo se destinará a la inversión en acciones con presencia bursátil.



**Figura 2: Esquema de tributación del mayor valor proveniente de la venta de acciones**



Nota: (\*) Para acciones compradas después del 19/04/2001 y vendidas después del 7/11/2001.

Fuente: Elaboración propia.

Por ley la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) – actual Comisión para el Mercado Financiero (CMF) - era la entidad encargada de determinar las condiciones mínimas que debe cumplir una acción para ser considerada “con presencia bursátil”. El marco regulatorio vigente en ese momento era la Norma de Carácter General N° 103 (NGC 103) emitida por la SVS en enero de 2001, que establecía que las acciones con presencia bursátil serían aquellas que estuvieran inscritas en el Registros de Valores, registradas en una bolsa de valores nacional y que, dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles, al menos se hubiesen transado 200 UF diariamente por 45 días.

### **Reformas posteriores a la Reforma MK I**

#### *Artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta (LIR)*

El artículo 104 de la LIR fue incorporado por la Ley N° 20.343 en el año 2009 en pos de restaurar la confianza de los inversionistas en el mercado financiero posterior a la crisis financiera de 2008. Éste establece que no constituye renta el mayor valor obtenido en la enajenación de instrumentos de deuda de oferta pública siempre que se cumplan ciertos requisitos. A partir de enero de 2014, con la Ley Única de Fondos (LUF) N° 20.712, se introdujo un requisito que consistía en que entre la fecha adquisición y enajenación de los instrumentos haya transcurrido a lo menos un año, o bien, el plazo inferior que fije el Ministerio de Hacienda mediante decreto. Poco tiempo después, el Decreto Exento N° 581 de abril de 2014 fijó que el período mínimo entre la adquisición y enajenación de los instrumentos era de una hora.

Sin embargo, el Decreto Exento N° 59 de marzo de 2020 dejó sin efecto dicha exigencia por lo que el mayor valor obtenido en la enajenación de instrumentos de deuda de oferta pública son ingresos no renta cualquiera sea el plazo entre la fecha de adquisición y enajenación.

Adicionalmente, con la Ley Única de Fondos se realizaron ajustes operativos a la exención a las ganancias de capital en renta fija para incentivar una mayor participación de extranjeros en dicho mercado y aumentar la demanda generando competencia en el mercado de renta fija del país<sup>4</sup>. En particular, se ampliaron los emisores que pueden acogerse al artículo 104 de la LIR mediante la Norma N° 304 de la SVS que considera a emisores constituidos en el extranjero que emitan instrumentos de deuda en el mercado local. También se eliminó la restricción de transacción de los instrumentos en bolsa para acogerse a la exención del impuesto a las ganancias de capital, se eliminó la carga operativa para el emisor y el castigo financiero por emitir bajo la par (anteriormente para acogerse al beneficio tributario el bono debía ser colocado a su valor par).

De esta forma, el N°1 del artículo 104 se refiere a los requisitos a cumplir para optar al beneficio tributario. Estos son:

1. Instrumentos de deuda de oferta pública inscritos en el Registro de Valores.
2. Emitidos en Chile (no puede tratarse de instrumentos emitidos en el extranjero).
3. Deben haber sido aceptados a cotizar por al menos una bolsa de valores del país.
4. Deben haber sido colocados a un valor igual o superior al valor nominal establecido en el contrato de emisión o que, colocados a un valor inferior, el emisor haya pagado o deba pagar el impuesto por el descuento en la colocación, al mes siguiente.
5. Debe indicar expresamente en el contrato de emisión que se acogerán a esta normativa.

Por otro lado, el N°2 del artículo 104 menciona que los instrumentos deben haber sido adquiridos y enajenados en:

1. En una bolsa de valores nacional en procedimiento de subasta pública y continua.
2. Mediante un corredor de bolsa o agente de valores registrado en la SVS.

---

<sup>4</sup> Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el Proyecto de Ley sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales y deroga los cuerpos legales que indica.

### *Artículo 107 de la Ley de Impuesto a la Renta (LIR)*

El 13 de agosto de 2010 entró en vigencia la ley N° 20.448, que introdujo los artículos 106, 107, 108 y 109 sobre “Disposiciones especiales relativas al mercado de capitales”.

El artículo 107 de la LIR se refiere a los mismos valores que la antigua disposición y dispone un tratamiento tributario similar. El cambio que acompañó este nuevo diseño del beneficio tributario es la distinción entre los fondos que invierten en valores de oferta pública de alta presencia bursátil, respecto de aquellos casos en que las cuotas de un fondo son altamente transadas en el mercado, independiente de los activos subyacentes en que invierten.

Para el caso de los fondos mutuos, esta ley extendió el beneficio de exención al pago del IGC para las cuotas que se caracterizan por ser altamente transadas.

### **Reforma Tributaria 2020**

A finales de febrero de 2020 se publicó la Ley 21.210, la cual tenía por objetivo modernizar la legislación tributaria nacional. En este sentido, la ley, además de considerar modificaciones a los regímenes tributarios para las empresas, normas sobre deducibilidad de gastos, introducción de nuevos hechos gravados con el IVA, también introdujo cambios respecto a la tributación de las ganancias de capital.

Una de las modificaciones a la Ley de Impuesto a la Renta tiene relación con el uso de *Market Makers*, que, según la Bolsa de Santiago, es un corredor de bolsa que asume una obligación de generar liquidez en virtud de un compromiso pactado con un emisor. Es decir, es un intermediario que mantiene posiciones de compra y venta sobre ciertos títulos. De acuerdo con el SIF<sup>5</sup>, a marzo de 2019 existen 324 contratos vigentes de market maker, de los cuales más del 80% corresponden a cuotas de fondos de inversión, 15% a acciones y 2% a fondos mutuos.

### *Presencia bursátil y uso de market makers antes de la Reforma Tributaria 2020*

Como se mencionó anteriormente, la SVS era la entidad encargada de establecer los requisitos para que un valor sea considerado de presencia bursátil. Tomando en consideración los cambios que el mercado financiero local había experimentado con el pasar de los años, en 2012 la SVS emite la Norma de Carácter General N° 327, derogando la NGC N° 103 de 2001.

---

<sup>5</sup> Disponible en: [https://www.sii.cl/destacados/catalogo\\_esquemas/caso\\_010.pdf](https://www.sii.cl/destacados/catalogo_esquemas/caso_010.pdf)

Esta norma, vigente hoy, estableció los siguientes requisitos para que un valor sea considerado de presencia bursátil:

- a) Estar inscrito en el Registro de Valores
- b) Estar registrado en una bolsa de valores de Chile
- c) Cumplir a lo menos con uno de los siguientes requisitos:
  - 1. Tener una presencia ajustada igual o superior al 25%.
  - 2. Contar con un “Market Maker”, en los términos y condiciones establecidos en la Norma<sup>6</sup>.

De esta forma, dicha norma flexibilizó el requisito de presencia bursátil, al agregar que los títulos accionarios de sociedades que contraten un *market maker* también serían considerados valores con presencia bursátil. Adicionalmente, dicho año se aumentó el monto mínimo de transacciones bursátiles diarias de 200 UF a 1.000 UF.

#### *Uso de market makers con la Reforma Tributaria 2020*

Con la incorporación del nuevo artículo 110 en la LIR se limita el uso de *market makers*. Dicho artículo establece que en el caso que la presencia bursátil esté dada por un *market maker*, la exención de impuesto del mayor valor obtenido en la enajenación de cuotas y acciones aplicará sólo por el plazo de un año contado desde la primera oferta pública de valores que se realice luego de inscrito el emisor o depositado el reglamento en el registro de la CMF.

#### **Proyecto Normativo de la CMF**

En 2019, la CMF propuso una nueva normativa con el objetivo de actualizar los requisitos establecidos en la NGC 327. El proyecto propone aumentar el requisito de presencia ajustada de 25% a 75% y aumentar el monto de las transacciones bursátiles diarias de 1.000 a 3.000 unidades de fomento. Respecto a los valores que suscriban un contrato con un *market maker*, se propone aumentar la duración mínima del contrato de 180 días a 24 meses.

El informe de la CMF (2019) realiza un análisis de impacto del proyecto normativo, donde establecen que aproximadamente 78 acciones y cuotas de fondos dejarían de ser valores con presencia bursátil. No obstante, 68 de esos instrumentos contaban con un contrato de *market maker*, de manera que si los

---

<sup>6</sup> Esta norma indica que se entenderá que un valor cuenta con un *Market Maker* cuando haya suscrito un contrato con un corredor de bolsa. El contrato suscrito con un *Market Maker* a su vez debe cumplir con ciertos requisitos, tales como que este tenga una duración mínima de 180 días.

emisores de esos valores continúan haciendo uso de contratos con el servicio de *market maker* podrían mantener su presencia bursátil.

#### **4.1 Evaluación de las exenciones tributarias y los impuestos correctivos en Chile FMI/OCDE (octubre, 2020)**

En respuesta a la solicitud del Ministro de Hacienda, un equipo conjunto del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) desarrolló un informe donde se revisa la metodología del gasto tributario chileno y los impuestos específicos correctivos.

**De acuerdo con el informe, la metodología empleada por el Servicio de Impuestos Internos (SII) para calcular el gasto tributario asociado a las ganancias de capital por enajenación de instrumentos financieros está desactualizada y nació cuando el mercado financiero chileno aún se encontraba en una etapa temprana de desarrollo.** La metodología actual se basa en una estimación ex-ante producida por un informe financiero de la Dirección de Presupuestos en el año 2001, en el contexto de estimar el impacto fiscal de MKI, la cual cada año se ajusta con el índice de precios al consumidor (IPC) y la tasa promedio de impuesto a la renta personal. Considerando que el tamaño actual del mercado de capitales chileno es más de diez veces superior al del año 2001, es muy probable que esta cifra esté subestimando el gasto tributario asociado a esta exención.

El informe también señala que las exenciones al impuesto a las ganancias de capital derivadas de la enajenación de acciones son poco comunes en países OCDE tales como Canadá, Australia y Estados Unidos.

Además, el informe menciona que la exención del impuesto a las ganancias de capital por enajenación de instrumentos financieros en Chile tiene amplia cobertura debido al conjunto relativamente limitado de requisitos de habilitación en relación con presencia en el mercado, acciones afectadas y tipos de inversionista, basándose en cinco elementos:

1. La exención está disponible para una amplia gama de inversionistas, incluidas personas residentes, empresas residentes o residentes no chilenos.
2. La exención cubre tanto el impuesto de primera como de segunda categoría.
3. La exención no tiene límite.

4. El requisito de presencia bursátil no es restrictivo. Según datos de la Bolsa de Comercio de Santiago, el 39% de las acciones, el 25,3% de los fondos de inversión y el 4,9% de los fondos mutuos tienen presencia bursátil o tienen un contrato con un *market maker*, y por lo tanto cumplen con el requisito.
5. El conjunto de requisitos aplicados a las acciones de empresas que cotizan en bolsa y las cuotas para fondos de inversión y fondos mutuos tampoco son especialmente restrictivos más allá de que las acciones sean adquiridas y vendidas mediante una bolsa de valores autorizada por la CMF (los requisitos son relativamente más estrictos en el caso de las cuotas de fondos mutuos).

Finalmente, el informe indica que los datos disponibles en el país brindan una visión limitada y parcial de las ganancias de capital de los contribuyentes en Chile. El SII captura cierta información a través de dos declaraciones juradas. En primer lugar, los contribuyentes del impuesto a la renta personal deben informar, cada año, la cantidad y el valor de la venta de acciones y cuotas de fondos mutuos y de inversión que cumplan con los requisitos del artículo 107 de la LIR, a través de la declaración de impuestos sobre la renta (Formulario 22). No obstante, no se informa el costo de adquisición de dichos instrumentos financieros.

Respecto de esto último, cabe señalar que el SII obtiene información de las compras asociadas a las ventas de cada año tributario de los registros de acciones y cuotas de fondos de inversión provenientes de la Declaración Jurada 1891 “Compra y Venta de Acciones de S.A. y demás Títulos efectuadas por intermedio de Corredores de Bolsa, Agentes de Valores y Casas de Cambio No Acogidas al Mecanismo de Incentivo al Ahorro de la Letra A) del Artículo 57 Bis de la Ley de la Renta”. Luego, en el momento en que se declara renta, es tarea de cada contribuyente asociar cada venta con las respectivas compras de acciones y/o cuotas de fondos de inversión. Dicho esto, llama la atención que el SII no considere esta información para el cálculo del gasto tributario asociado a esta exención.

En segundo lugar, los inversionistas institucionales, es decir, administradoras de fondos mutuos y de inversión, bancos, corredoras de bolsa e instituciones intermediarias, que invierten en nombre de terceros deben firmar una declaración jurada (Formulario 1922). Dicho formulario tiene un campo especial para las ganancias (o pérdidas) de capital derivadas de la enajenación (o amortización) de cuotas de fondos mutuos y de inversión que cumplen con los requisitos de la sección 107 de la LIR. Para 2019, dicha cifra es de 196.238 millones de pesos chilenos, que representa apenas el 0,1% del PIB. Dicha información brinda una visión limitada de las ganancias de capital de los contribuyentes en Chile, ya que esta

información no se contrasta con otras fuentes y puede subestimar el real alcance de las ganancias de capital en la medida que se sub-reporten o no se declaren.

#### **4.2 Informe sobre Exenciones y Regímenes Especiales – Comisión Tributaria para el Crecimiento y la Equidad (enero, 2021)**

La Comisión Tributaria fue convocada por el Ministerio de Hacienda para analizar las exenciones y tratamientos diferenciados de nuestro sistema tributario. El informe realizó recomendaciones respecto a mantener, modificar o eliminar las exenciones, beneficios o tratamientos tributarios especiales vigentes.

Respecto de la exención del impuesto a las ganancias de capital en acciones/cuotas con presencia bursátil, se establece en el informe que la mayoría de **la Comisión recomienda mantenerla para los inversionistas institucionales locales y no residentes**. En tanto, respecto del tratamiento para el resto de los inversionistas, hubo distintas posiciones:

- i. Aplicar un impuesto único de una tasa proporcional entre 5% y 15%.
- ii. Considerar las ganancias de capital como un ingreso ordinario afecto a las reglas generales de tributación de la LIR. Esto es, que las personas naturales paguen IGC, las empresas el IDPC y los residentes en el extranjero el IA.
- iii. Mantener la exención en los términos actuales.
- iv. Aplicar un impuesto a las ganancias de capital como caso general.

**Cabe notar, que algunos consideraron que el tema debe ser estudiado en mayor profundidad y recomendaron evaluarlo en la segunda etapa del trabajo de la Comisión.**

En lo referido a la exención a las ganancias de capital obtenidas en determinados instrumentos hasta 10 UTA, la Comisión recomienda eliminarla o, alternativamente, disminuir el límite exento a 1 UTA.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante recalcar que en Chile no contamos con la correcta información y datos para evaluar el impacto recaudatorio de estas medidas. Respecto a la exención del impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones/cuotas con presencia bursátil, la actual estimación que el SII realiza para obtener el gasto tributario asociado a la exención entrega un gasto tributario para el año 2018 igual a US\$ 36,88 millones. En tanto, respecto al gasto tributario asociado a la exención del IGC hasta 10 UTA, el SII no cuenta con una estimación oficial.

## 5. Experiencia internacional comparada

Para revisar la experiencia internacional en materia de impuesto a las ganancias de capital, primero es necesario identificar los distintos sistemas tributarios que tienen algunos países que pueden servir de referencia. De esta manera, podremos determinar si existe alguna tendencia en particular respecto al tratamiento del impuesto a las ganancias de capital según sistema tributario.

### Sistemas tributarios

En base a los países de miembros de la OCDE, se definen seis sistemas tributarios, resumido en la Tabla 1, en base al tipo de régimen o estructura impositiva que se aplica sobre la renta de empresas y sus dueños.

1. Sistema clásico. Este tipo de sistema también se conoce como un sistema desintegrado. Los ingresos por dividendos se gravan a nivel del accionista de la misma forma que otros tipos de ingresos de capital como por ejemplo los ingresos por intereses). Los impuestos que pagan las empresas por sus utilidades no operan como un crédito tributario para los dueños de la empresa.
2. Sistema clásico modificado. En este tipo de sistema, los ingresos por dividendos son gravados a tasas preferenciales (por ejemplo, en comparación con los ingresos por intereses).
3. Sistema de inclusión parcial. Bajo este sistema hay una fracción de los dividendos recibidos por el dueño de la empresa que paga impuestos a nivel individual mientras que la parte restante no paga impuestos. Es decir, una parte de los dividendos tiene un crédito de 100% (es integrado) y que la parte no integrada se suma a las rentas personales para determinar su impuesto.
4. Sistema de exención de dividendos para los accionistas. En este sistema no se gravan los dividendos recibidos por los accionistas (ningún otro impuesto que el impuesto a las ganancias corporativas).
5. Sistema de imputación completa. En este sistema existe un crédito fiscal por dividendos a nivel de accionistas para el impuesto subyacente de ganancias corporativas. Por tanto, los impuestos pagados por las utilidades generadas por la empresa representan un crédito tributario para los dueños de la empresa.
6. Sistema de imputación parcial. Este tipo de sistema también se conoce como semi-integrado o parcialmente integrado. En este tipo de sistema tributario, hay un crédito fiscal por dividendos a nivel del accionista por parte del impuesto subyacente sobre ganancias corporativas. Es decir, hay un porcentaje del total de las rentas corporativas que está integrado.



**Tabla 1: Sistemas tributarios en los países miembros de la OCDE**

Sistema Clásico	Sistema Clásico Modificado	Inclusión Parcial	Total Exención del Impuesto a los Dividendos	Imputación completa (Integrado)	Imputación parcial (Semi-integrado)	Otros tipos de sistemas
Alemania	Dinamarca	Finlandia	Estonia	Australia	Chile	Hungría
Austria	Estados Unidos	Francia		Canadá	Corea	Noruega
Bélgica	Grecia	Luxemburgo		México	Reino Unido	
Eslovaquia	Japón	Turquía		Nueva Zelanda		
Eslovenia	Polonia					
España	Portugal					
Irlanda	Suiza					
Islandia						
Israel						
Italia						
Letonia						
Lituania						
Países Bajos						
República Checa						
Suecia						

Fuente: Centro Interamericano de Administraciones Tributarias

Para la revisión de la experiencia internacional sobre el impuesto a las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones, identificamos tanto países de la región como países desarrollados de referencia con información disponible.

### **Australia**

En Australia el impuesto a las ganancias de capital no es un impuesto separado, sino que estas ganancias se imputan al ingreso imponible. Si es que en un año se obtuvo pérdidas de capital, estas no pagan impuestos y se pueden diferir para rebajar futuras ganancias de capital imponibles.

En 1985 se introduce el impuesto a las ganancias de capital con un sistema de indexación para los activos mantenido por más de 12 meses. A partir de 1999, se introduce la opción de optar por un descuento de 50% en el impuesto a las ganancias de capital para las personas naturales y empresas pequeñas si es que el activo es mantenido por más de 12 meses.

Algunos ajustes recientes que se han realizado son, por ejemplo, la eliminación del descuento de 50% para no residentes a partir del 8 de mayo de 2012, y la creación de un incentivo tributario para la inversión en acciones de empresas innovadoras en etapas tempranas (ESIC, por sus siglas en inglés), vigente desde el

1 de julio de 2016. En particular, los incentivos tributarios para el inversionista (sujeto a que este cumpla ciertos requisitos) son: un 20% de descuento con un tope de AU\$ 200.000 al año, y la exención del impuesto si se mantienen las acciones de empresas ESIC por más de 12 meses y menos de 10 años, siempre que la participación no sea mayor a 30%<sup>7</sup>.

## **Brasil**

A nivel corporativo, las ganancias de capital son tratadas de la misma forma que el ingreso ordinario. De esta forma, se aplica una tasa de 15% (34% incluyendo sobretasa). Por otro lado, a nivel individual, la tasa de impuesto general a las ganancias de capital es progresiva y va desde 15 a 22,5%. En particular, la ganancia por la venta de acciones brasileñas en las que el valor total de la venta no exceda R\$ 20.000 (US\$ 3.700) en un mes está exenta del impuesto a la ganancia de capital. En caso contrario, la ganancia de capital está sujeta a una tasa del 15%. Adicionalmente, la ganancia por la venta de acciones en una bolsa de valores extranjera está exenta del impuesto si la venta no excede R\$ 35.000 (US\$ 6.500), pero si la venta excede dicho monto entonces la ganancia de capital también está sujeta a una tasa del 15%. Las exenciones mencionadas no aplican para los no residentes.

## **Canadá**

En Canadá solo una fracción de las ganancias de capital se considera como ingreso tributable. Esta fracción se denomina “tasa de inclusión”, la cual ha variado de un 50% en 1972, a 66,6% en 1988, 75% entre 1990 y 1999, y desde 2001 que se ha mantenido en 50%. De esta manera, el 50% de las ganancias de capital están sujetas a impuestos en este país, y es esta fracción la que se imputa al impuesto a la renta que corresponda. La tasa corporativa es de un 15% (9% para empresas pequeñas) y la tasa de impuesto personal depende del nivel de ingreso y provincia de residencia.

## **Colombia**

En Colombia la enajenación de acciones está exenta de impuestos si es que la venta no supera el 10% de las acciones en circulación de la sociedad emisora en el mismo periodo fiscal. De lo contrario, la tasa de impuesto es del 10%. Esto aplica para residentes y no residentes.

A partir de 2017 las pérdidas de capital se pueden diferir por un máximo de 12 años (antes era indefinido).

---

<sup>7</sup> Más información en <https://treasury.gov.au/national-innovation-and-science-agenda/tax-incentives-for-early-stage-investors>

## **Corea del Sur**

De acuerdo con la legislación surcoreana, el impuesto a las ganancias de capital a nivel individual para residentes aplica al transferir (i) acciones de una empresa que cotiza en bolsa hacia fuera del mercado de valores, (ii) acciones de una empresa que no cotiza en bolsa y (iii) acciones en poder de un accionista mayoritario de una empresa que cotiza en bolsa. La tasa aplicada es del 22%. En el caso de la enajenación de acciones por parte de accionistas mayoritarios, para ganancias de capital anuales de hasta 300 millones de wones (US\$ 270.000) la tasa es de 22% y si es mayor a 300 millones de wones se grava al 27,5%. Adicionalmente, si la venta ocurre en menos de 1 año desde la fecha de compra por parte de un accionista mayoritario (excluidas las acciones de pequeñas y medianas empresas) la tasa de impuesto a las ganancias de capital asciende a 33%. Para las acciones de empresas pequeñas y medianas (excluidas las poseídas por accionistas mayoritarios) la tasa es de 11%.

Por otro lado, a nivel corporativo, las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones se incluyen en la renta imponible y se gravan con la tasa estándar de impuesto a la renta corporativa, la cual es progresiva y es de 10% a 25% (11% a 27,5% incluyendo sobretasa).

Recientemente en Corea del Sur, se ha propuesto, sujeto a aprobación parlamentaria, la imposición de impuestos de hasta el 25% a partir de 2023 para las ganancias de capital anuales que superen los 300 millones de wones (US\$ 270.000) para los inversionistas que negocian acciones cotizadas. Para las ganancias de capital sobre los 50 millones de wones (US\$ 45.000) la propuesta es gravarlas con una tasa de 20%. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, la propuesta afectaría a 150.000 inversionistas.

## **Irlanda**

En Irlanda, la tasa estándar del impuesto a las ganancias de capital es de 33% luego de un proceso de aumento continuo desde un nivel de 20% a partir de la crisis financiera de 2008. Dicha tasa es una de las más altas de la OCDE. Los primeros 1.270 euros de ganancia están exentos del impuesto individual a las ganancias de capital.

A nivel corporativo, hay una exención a las ganancias de capital obtenidas por una empresa residente irlandesa en la venta de acciones de otra empresa residente, una empresa residente en otro país miembro de la Unión Europea o una empresa residente en un país que tiene un tratado de tributación con Irlanda bajo ciertas condiciones. Dichas ganancias de capital están exentas si: (i) la empresa tiene una

participación de al menos el 5% (ii) la participada debe ser una empresa transada o parte de un grupo que transa en bolsa y (iii) la participación debe haberse mantenido por un período continuo de 12 meses.

## **México**

Hasta antes de 2014, las ganancias de capital derivadas de la venta de valores cotizados en la bolsa de México se encontraban exentas de impuesto a nivel individual. Sin embargo, a partir del 1 de enero de 2014 se eliminó dicha exención y se aplicó el artículo 129 de la nueva Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR). Esta estableció para las personas naturales una tasa de 10% sobre las ganancias provenientes de la enajenación de acciones emitidas por sociedades mexicanas o extranjeras que se realice a través de una bolsa de valores concesionadas o mercados de derivados reconocidos por la Ley del Mercado de Valores, o títulos que representen dichas acciones o índices accionarios.

A nivel corporativo, la situación no cambió con la reforma tributaria de 2014 y las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones están sujetas a la tasa de impuestos corporativa. De esta forma, las entidades mexicanas no tienen un tratamiento preferencial sobre las ganancias de capital y están sujetas a una tasa del 30%.

## **Nueva Zelanda**

De acuerdo con la revisión de Jacomb (2014), en 1967 se consideró por primera vez la introducción de un impuesto a las ganancias de capital en Nueva Zelanda. El reporte del Comité de Revisión de Impuestos señalaba que la introducción de un impuesto sobre las ganancias de capital realizadas es deseable por motivos de equidad siempre que los tipos impositivos sean moderados.

En 1982, se volvió a revisar el sistema tributario neozelandés. El reporte concluyó que no era recomendable introducir un impuesto a las ganancias de capital en ese momento y que si bien era equitativo y justificado en un principio, no generaría ingresos significativos y complejizaría el sistema. Nuevamente durante los años 1987 y 1988 se dieron señales de que se estaba considerando la introducción de un impuesto a las ganancias de capital pero se terminó desechando. Adicionalmente, en reiteradas ocasiones, la OCDE recomendó que se implementara un impuesto a las ganancias de capital para mejorar el sistema tributario.

Actualmente, en la ley neozelandesa las ganancias de capital no son ingresos exentos o libres de impuestos; sino que no tienen reconocimiento legal. Los estatutos de Nueva Zelanda no tienen, y nunca han tenido, un impuesto a las ganancias de capital, al menos no de nombre. De esta forma, si bien las

ganancias de capital provenientes de la venta de acciones no están técnicamente sujetas a impuesto, la legislación no es clara para las personas que transan frecuentemente acciones con fines de lucro. Sin embargo, las administradoras de fondos están explícitamente exentas de impuestos sobre las ganancias de capital en la venta de acciones de Australasia.

## **Suecia**

A nivel individual, las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones son gravadas con una tasa de 30%. Para las acciones no cotizadas en bolsa, la tasa impositiva es de 25% ya que sólo cinco sextos de la ganancia está sujeta a impuestos.

A nivel corporativo, las ganancias de capital están sujetas a la tasa estándar de impuesto. Sin embargo, las ganancias de capital provenientes de la venta de acciones de una empresa residente normalmente están exentas de impuestos si la participación está relacionada con el negocio. La venta de acciones en una empresa no residente también puede calificar como exenta de impuestos si las características de la empresa extranjera son similares a las de una sociedad de responsabilidad limitada sueca o una asociación económica sueca y la participación está relacionada con el negocio. Las acciones cotizadas en bolsa son consideradas relacionadas al negocio si (i) la participación es de al menos 10% en los derechos a voto y (ii) fueron mantenidas por al menos un año. Mientras que las acciones no cotizadas en bolsa siempre son consideradas relacionadas al negocio.

### **5.1 El caso de Perú**

Perú es un buen ejemplo y además cercano, para comprender la materialización de los efectos de una eliminación a la exención de impuesto a las ganancias de capital. A partir de enero de 2010 y hasta fines de 2015, entró en vigor el impuesto a las ganancias de capital sobre la venta de acciones en Perú. Dicho impuesto consistía en un 5% sobre la ganancia de capital de fuente peruana en la venta de acciones. Para las personas naturales, el primer tramo de las ganancias de capital, hasta 5 Unidades Impositivas Tributarias, estaba exento del impuesto.

Actualmente, la exención que se aplica a las ganancias de capital obtenidas en la enajenación de acciones a través de la Bolsa de Valores de Lima requiere que se cumplan determinados requisitos. El primero se refiere a que un período de 12 meses, no se transfiera la propiedad del 10% o más del total de acciones

emitidas, ya sea en operaciones simultáneas o sucesivas. El segundo requisito tiene relación con que las acciones enajenadas deben tener presencia bursátil de al menos 15%.

Para el período 2010-2015, según Del Pino (2017), el monto total negociado, el número de operaciones y la rotación diaria promedio cayeron, en promedio, 26%, 43% y 23% respectivamente, en comparación al período previo 2006-2009. Adicionalmente, el margen promedio diario, medido a través del *bid-ask spread*, antes de la entrada en vigor del impuesto era de 2,1% y posterior a la implementación es 3,9%. La liquidez se redujo en la bolsa de valores de Lima, al mismo tiempo que la actividad bursátil disminuyó.

En 2010, Roberto Hoyle, el presidente de la Bolsa de Valores de Lima, manifestaba su preocupación por los bajos volúmenes negociados que quedó manifestada de la siguiente forma: “De acuerdo a información estadística de la World Federation and Exchanges (WFE) en el primer semestre de 2010 respecto al primer semestre de 2009 se observa que mientras que la Bolsa de Brasil registra un incremento de 72% en sus montos transados con acciones, la de México 68%, Colombia 57%, Chile de 36% y la de Buenos Aires de 11%, la Bolsa de Valores de Lima es la única que muestra retrocesos que son del orden de 9,4%”.

El 2016, seis años después de la implementación del impuesto a las ganancias de capital, se promulgó la exoneración a dicho impuesto con el fin de fomentar el desarrollo e integración del mercado de capitales. En un inicio, la iniciativa era hasta fines del 2018, sin embargo, recientemente se decidió renovar y extender hasta diciembre de 2022 la exención de impuestos a las ganancias de capital en línea con la Política Nacional de Competitividad y Productividad del Perú.

En síntesis, a partir de la experiencia internacional comparada podemos señalar que, tanto países de la región como países desarrollados de referencia aplican un impuesto a las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones. Como se aprecia en la Tabla 2, países como Brasil, Colombia, Corea del Sur, Irlanda, México y Suecia gravan a nivel individual las ganancias de capital con un impuesto particular. Sin embargo, en ciertos casos se aplican exenciones dependiendo del monto, participación y periodo de mantención.

**Tabla 2: Impuesto a la ganancia de capital en los países analizados**

<b>País</b>	<b>Tratamiento de las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones</b>
Australia	Son gravadas como parte del impuesto a la renta. Aplican exenciones en ciertos casos.
Brasil	Son gravadas con una tasa del 15%. Aplican exenciones según el monto de la ganancia de capital.
Canadá	El 50% de la ganancia de capital está sujeta al impuesto a la renta correspondiente.
Colombia	Son gravadas con una tasa del 10%. Aplican exenciones según condición de participación.
Corea del Sur	A nivel individual son gravadas con una tasa general del 22%, la cual varía entre 11% y 33% según sea el caso. A nivel corporativo son gravadas como parte del impuesto a la renta.
Irlanda	Son gravadas con una tasa del 33%. Aplican exenciones al cumplirse ciertos requisitos.
México	A nivel individual, son gravadas con una tasa de 10%. A nivel corporativo son gravadas como parte del impuesto a la renta.
Nueva Zelanda	No existe un impuesto sobre las ganancias de capital. Sin embargo, en algunos casos las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones están sujetas a impuesto.
Perú	Exentas del impuesto de 5% a las ganancias de capital hasta diciembre de 2022.
Suecia	A nivel individual son gravadas con una tasa del 30%. A nivel corporativo son gravadas como parte del impuesto a la renta pero aplican exenciones en ciertos casos.

Fuente: International Tax Highlights, Deloitte y KPMG Global.

Para complementar la experiencia internacional sobre el impuesto a las ganancias de capital, identificamos países que se caracterizan por tener un mercado financiero de alta profundidad y relevancia en la esfera global. De esta forma, es posible comprender cómo operan dichos países en relación con su estructura de impuestos y como ésta afecta al mercado de capitales, para posteriormente pensar en el caso chileno.

## 5.2 Centros Financieros Globales

Un centro financiero global es aquella ciudad, país o región en la que el sector financiero se encuentra profundamente desarrollado. En este sentido, el centro de estudios y consultoría Y/Zen, con sede en Londres, se encarga de publicar dos veces al año un reporte con el Índice de Centros Financieros Globales (GFCI por sus siglas en inglés). Dicho índice mide la competitividad de los centros financieros y evalúa cinco aspectos: (i) Ambiente de negocios (ii) Capital humano (iii) Infraestructura (iv) Desarrollo del sector financiero (v) Reputación.

Chile ingresó al Índice de Centros Financieros Globales en septiembre del 2019, justo durante el Chile Day en Londres, donde el Ministro de Hacienda de Chile anunciaba los pasos para convertir a Chile en un centro financiero regional. Esta inclusión en el índice contribuyó a situar al país en la mira de los inversionistas globales y fue un gran logro en pos de profundizar y desarrollar el mercado financiero.

En septiembre de 2020, se publicó la vigésimo octava edición del Índice de Centros Financieros Globales (GFCI 28). Como se puede observar en la Tabla 3, nueve de los once centros de Latinoamérica subieron en el ranking con respecto al GFCI 27, a pesar de que los once centros disminuyeron su calificación. Chile, en particular, subió 11 posiciones en el ranking, ubicándose en la posición 93.

**Tabla 3: Centros de América Latina y el Caribe en el CFGCI 28**

Centro	GFCI 28		Variación respecto a GFCI 27	
	Posición	Calificación	Posición	Calificación
Bermudas	61	601	2	-51
Bahamas	69	590	36	-9
Ciudad de México	70	589	8	-48
Islas Vírgenes Británicas	72	587	-12	-68
Islas Caimán	78	575	-31	-95
Sao Paulo	80	569	3	-63
Río de Janeiro	85	560	4	-62
Barbados	86	559	22	-24
Panamá	91	548	3	-68
<b>Santiago</b>	<b>93</b>	<b>546</b>	<b>11</b>	<b>-57</b>
Buenos Aires	94	543	12	-49

Fuente: Reporte del GFCI 28

En relación con los países de la Alianza del Pacífico, solo Chile y México son parte del índice, lo cual da cuenta de un grado de desarrollo del mercado financiero mayor a Colombia y Perú. Por un lado, Bogotá



todavía se encuentra en etapa de evaluación y requiere mejorar en los cinco aspectos que se evalúan. Por otro, Perú no aparece aún en la mira del índice y le queda camino por delante. Fuera de la Alianza del Pacífico, Brasil y Panamá superan a nuestro país.

### 5.2.1 Impuesto a la ganancia de capital en los Centros Financieros Globales

La Tabla 4 muestra seis centros que se encuentran bien posicionados en el Índice de Centros Financieros Globales. Hong Kong y Singapur, dos centros financieros de excelencia, están posicionados quinto y sexto respectivamente. Después, décimo segundo está Luxemburgo y más atrás tenemos a Abu Dabi, Dublín y Wellington. Estos casos fueron seleccionados por tratarse de países pequeños, lo cual deja en evidencia que no es una condición excluyente contar con el tamaño de centros financieros como el de Nueva York o Londres para convertirse en un centro financiero de excelencia.

**Tabla 4: Centros de Comparación en el CFGCI 28**

Centro	GFCI 28		Variación respecto a GFCI 27	
	Posición	Calificación	Posición	Calificación
Hong Kong	5	743	1	6
Singapur	6	742	-1	4
Luxemburgo	12	719	6	4
Abu Dabi	33	681	6	-1
Dublín	34	679	-4	-19
Wellington	44	657	-13	-40

Fuente: Reporte del GFCI 28

#### Hong Kong

Además de estar bien posicionada en el ranking de centros financieros globales Hong Kong se caracteriza por su apertura y por el dinamismo de su economía. La tasa de impuestos corporativos es de 16,5%, mientras que el impuesto a la renta de las personas consiste en una tasa progresiva que va desde 2% a 17%. En Hong Kong no hay impuestos sobre las ganancias de capital ni sobre los dividendos<sup>8</sup>.

Hong Kong es de los mayores mercados de activos y deuda y es de gran importancia para China en la medida que actúa como puerto de entrada de flujos de capital hacia la segunda economía más grande del

<sup>8</sup> Los datos acerca de las tasas impositivas se obtuvieron de los reportes internacionales de impuesto de Deloitte. Disponible en: <https://dits.deloitte.com/#TaxGuides>

mundo. En general, China utiliza la divisa y el mercado financiero de Hong Kong para estimular la entrada de recursos extranjeros y las empresas usan a Hong Kong como un trampolín de impulso para ingresar al mercado chino. Desde 1986, nueve de las diez aperturas más grandes en la bolsa de Hong Kong fueron de empresas chinas, según el Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX).

## **Singapur**

Singapur es uno de los países más ricos del mundo y la economía más libre del mundo según la Heritage Foundation. Es de los centros financieros más importantes, y se ha convertido en el centro más grande de la región asiática para operaciones de divisas y commodities, como también de gestión patrimonial. Junto con Tokio, es de los principales centros de renta fija en Asia.

Singapur se caracteriza por su alta libertad económica, que se traduce en una baja presión fiscal y en un tamaño reducido del Estado. De esta manera, el impuesto sobre la renta de las personas es de los más bajos del mundo, la tasa de impuestos corporativos de 17% es reducida y existen numerosas e importantes exenciones para las empresas nuevas.

En este país no se gravan las ganancias de capital derivadas de la venta de acciones, propiedades, activos intangibles, entre otros. Dicha iniciativa es una de las razones de por qué Singapur es un país atractivo para las inversiones, situándose como uno de los centros financieros más importantes del mundo.

## **Luxemburgo**

Luxemburgo ha logrado atraer diversos proveedores de servicios financieros que decidieron abandonar la ciudad de Londres tras el Brexit. Al igual que los dos casos anteriores, se caracteriza por tener tasas de impuestos relativamente bajas. La tasa de impuestos corporativos es de 17%, mientras que, a nivel individual, el impuesto a la renta es progresivo y oscila entre 0% a 42%.

Las ganancias de capital también tienen una tasa progresiva que llega hasta 42%, pero la tasa es nula o limitada dependiendo del período de tenencia y el porcentaje de participación.

Las ganancias de capital de corto plazo son gravadas como renta ordinaria (a tasas de hasta 42%). No obstante, las ganancias de capital de largo plazo reciben un tratamiento más favorable, estando exentas los primeros 50.000 euros para ganancias realizadas en un período de once años y el resto de las ganancias se gravan a una tasa 50% menor a la correspondiente del impuesto a la renta. Las ganancias obtenidas por un individuo por la venta de acciones son de largo plazo si las acciones se mantuvieron durante más de

seis meses y están sujetas a impuestos sólo si la participación accionaria superó el 10% en algún momento durante los cinco años previos a la venta.

### **Dublín**

En Irlanda, las ganancias de capital tributan considerando un índice basado en la inflación. La tasa estándar del impuesto a las ganancias de capital fue de 30% hasta diciembre de 2012, mientras que actualmente es de 33%. Dicha tasa es una de las más altas de la OCDE. Los primeros 1.270 euros de ganancia están exentos del impuesto individual a las ganancias de capital. Asimismo, las ganancias provenientes de la venta de una participación accionaria importante de una compañía residente en la Unión Europea están exentas si cumplen ciertas condiciones (Ver Tabla 5).

### **Wellington**

Nueva Zelanda ha sido utilizado frecuentemente como ejemplo en la discusión política en Chile. Este país, una de las seis economías más libres en el mundo de acuerdo con la Heritage Foundation, no impone un impuesto sobre las ganancias de capital provenientes de la venta de acciones u otras inversiones. Es más, el Partido Laborista propuso un impuesto a las ganancias de capital hace algunos años, solo para encontrarse con una gran oposición y ver sus peores resultados electorales en mucho tiempo.

### **Abu Dabi**

En los Emiratos Árabes Unidos no hay impuesto sobre la renta. El impuesto corporativo es aplicable a las empresas petroleras y bancos extranjeros, mientras que, para las demás empresas, la tasa es de 0%.

En relación con el impuesto a las ganancias de capital, este es inexistente a menos que sean obtenidas por una empresa que esté sujeta a impuestos a nivel corporativo, en cuyo caso se gravan como parte de las utilidades del negocio.

Solo en enero de 2018, se introdujo el IVA de 5% de forma de aumentar los ingresos no petroleros. Gradualmente se espera que se considere e introduzcan otros tipos de impuestos, pero por el momento, se mantiene la idea de utilizar el sistema impositivo como mecanismo para atraer capitales.

En síntesis, podemos señalar que los centros financieros analizados corresponden a países pequeños muy bien posicionados en el ranking GFCI. Como se aprecia en la Tabla 5, en cuatro de dichos centros financieros, Singapur, Hong Kong, Wellington y Abu Dabi, las ganancias de capital provenientes de la venta de acciones no se gravan. En los otros dos, Luxemburgo y Dublín, se aplican exenciones al cumplirse algunas condiciones.

**Tabla 5: Impuesto a la ganancia de capital en los centros financieros seleccionados**

Centro	Tratamiento de las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones
Singapur	No se gravan las ganancias de capital sobre acciones.
Hong Kong	No se gravan las ganancias de capital sobre acciones.
Luxemburgo	Las ganancias obtenidas por un individuo por la venta de acciones de largo plazo (si se mantuvieron durante más de seis meses) están sujetas a impuestos sólo si la participación superó el 10% en algún momento durante los cinco años previos a la venta. A nivel corporativo las ganancias de capital provenientes de la venta de acciones están exentas si es que (i) se mantuvieron por un período ininterrumpido de al menos 12 meses y la participación no cae del 10% o por debajo de un precio de adquisición de 6 millones de euros.
Dublín	A nivel corporativo, las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones están exentas si: (i) la empresa tiene una participación de al menos 5% (ii) la participada debe ser una empresa transada o parte de un grupo que transa en bolsa y (iii) la participación debe haberse mantenido por un período continuo de 12 meses.
Wellington	No existe un impuesto sobre las ganancias de capital. Sin embargo, en algunos casos las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones están sujetas a impuesto.
Abu Dabi	No se gravan las ganancias de capital sobre acciones, a menos que sean obtenidas por una empresa que esté sujeta a impuestos a nivel corporativo, en cuyo caso se gravan como parte de las utilidades del negocio.

Fuente: International Tax Highlights, Deloitte y KPMG Global.

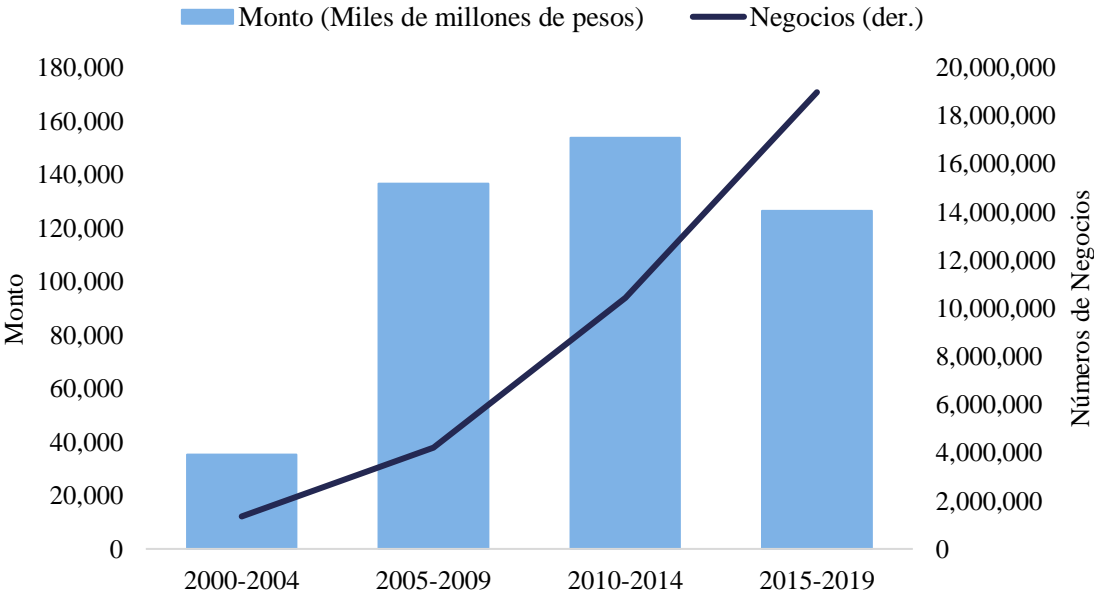
## **6. Efectos de la política actual sobre el desarrollo del mercado de capitales**

En el Estado de la Hacienda Pública de 2020 publicado por el Ministerio de Hacienda se menciona que la relevancia de tener un mercado financiero profundo radica en que permite que las empresas obtengan mejores condiciones de financiamiento, aumenta la inclusión financiera de las personas y, en general, permite un mayor bienestar de la población.

La eliminación del impuesto a las ganancias de capital sobre ciertas transacciones y bajo ciertas condiciones, mediante la ley N° 19.768 del año 2001 conocida como la Reforma al Mercado de Capitales I, tenía por objetivo fomentar una mayor participación, profundidad y liquidez del mercado accionario chileno.

Desde entonces, el mercado accionario chileno ha experimentado un desarrollo significativo. Tanto el monto transado en acciones en la Bolsa de Santiago como el número de negocios aumentaron significativamente posterior a dicha reforma. En el quinquenio 2005-2009, el monto transado en acciones aumentó en 286,8% respecto al quinquenio anterior, en tanto el número de negocios ha ido en constante ascenso, para posicionarse en cerca de 19 millones en el quinquenio 2015-2019 (Figura 3). De esta forma, al 2019 el monto total operado en acciones es 10,4 veces mayor al monto operado el año 2001.

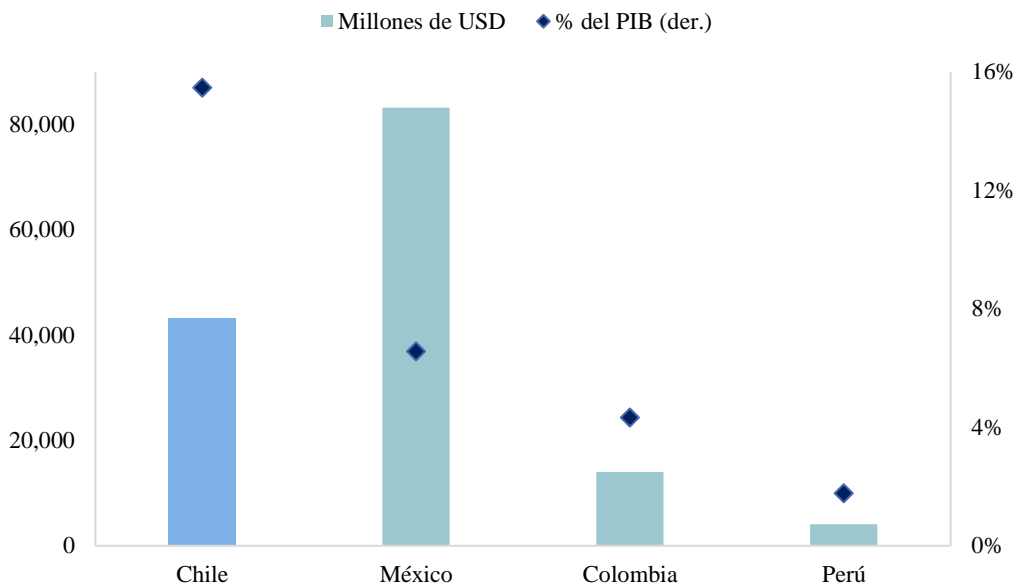
**Figura 3: Monto transado en acciones y número de negocios por quinquenio**



Fuente: Síntesis y Estadística Anual 2019, Bolsa de Santiago.

Según la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), el año 2019 el monto total operado en acciones en la Bolsa de Santiago alcanzó los 43 mil millones de dólares. Respecto de los pares de la Alianza del Pacífico, dicha cifra es 3,1 y 10,6 veces mayor al monto transado en la Bolsa de Valores de Colombia y en la Bolsa de Valores de Lima respectivamente. En tanto, el monto total operado en acciones en la Bolsa de Santiago es la mitad del monto operado en la Bolsa Mexicana de Valores (Figura 4). Sin embargo, al controlar por el tamaño de la economía, se observa que el tamaño del mercado accionario chileno más que duplica el mercado accionario mexicano, al representar un 15,5% del producto en 2019, versus 6,6% en México.

**Figura 4: Monto total operado en acciones en 2019**

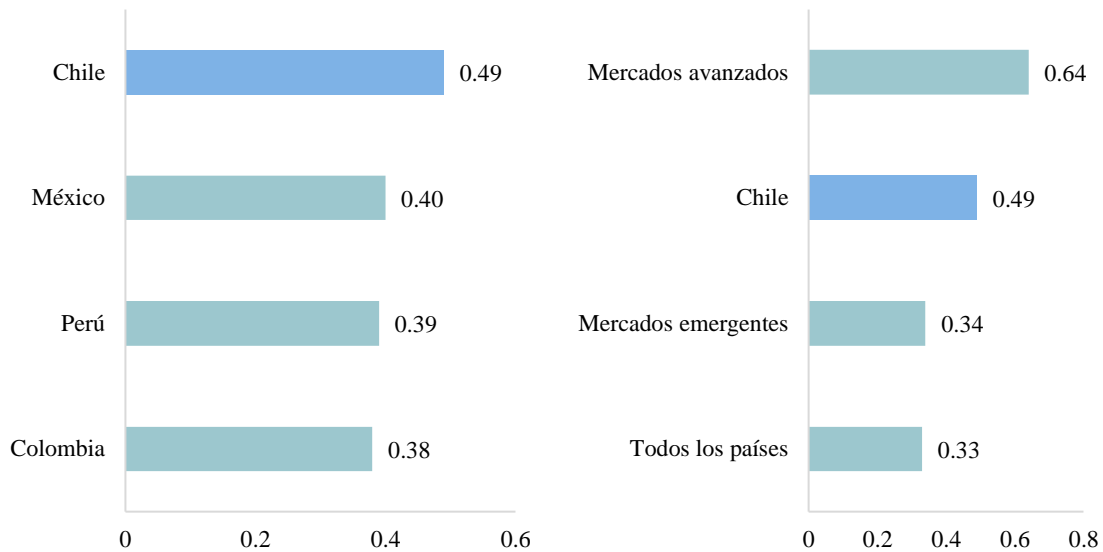


Fuente: Anuario Estadístico 2020, Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB).

El mercado de renta fija ha crecido considerablemente. La introducción de la Ley N°20.343 en el año 2009 buscó impulsar el mercado de instrumentos de deuda posterior a la crisis financiera al establecer que la enajenación de instrumentos de deuda de oferta pública no constituye renta siempre que se cumplan ciertos requisitos. Tras esta modificación, el crecimiento promedio anual del monto total operado en renta fija entre 2009 y 2019 fue de 6,8%. Según las cifras de la FIAB, al año 2019 el monto total operado en renta fija anotó cerca de 273 mil millones de dólares.

Por su parte, el Índice de Desarrollo Financiero elaborado por el Fondo Monetario Internacional pone en evidencia el avance del mercado financiero nacional y ubica a Chile por sobre los países de la Alianza del Pacífico (Figura 5, lado izquierdo) y por sobre el promedio mundial y el de los mercados emergentes (Figura 5, lado derecho). Dicho índice toma en consideración la profundidad, acceso y eficiencia tanto de las instituciones como de los mercados. De esta forma, Chile tiene el potencial de convertirse en un centro financiero relevante a escala regional, para lo cual debe continuar potenciándose para representar una alternativa competitiva respecto de centros financieros más grandes de la región como Brasil y México.

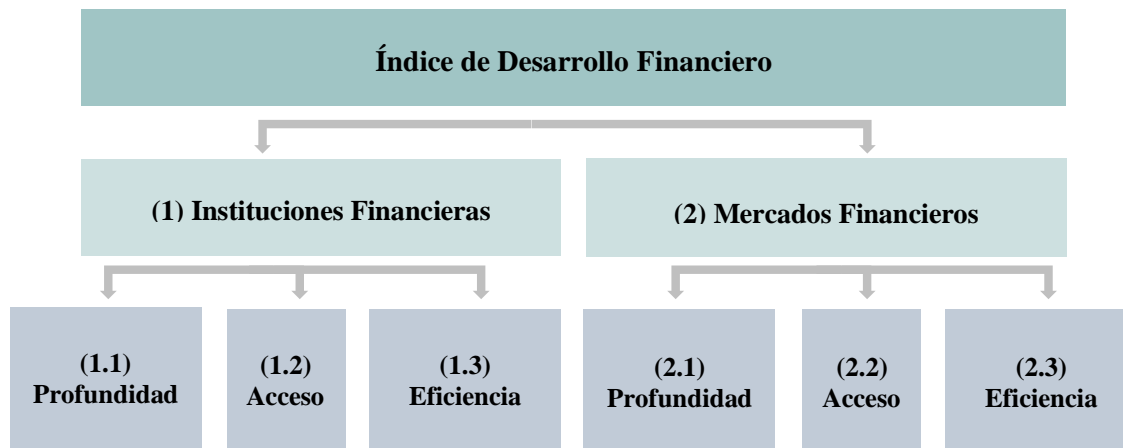
**Figura 5: Índice de Desarrollo Financiero (2018)**



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

El Índice de Desarrollo Financiero está compuesto por el Índice de Instituciones Financieras y por el Índice de Mercados Financieros. Para efectos de profundizar en el efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales analizaremos la evolución del Índice de Mercados Financieros. Dicho índice es un agregado de otros tres índices: Índice de Profundidad de los Mercados Financieros, Índice de Acceso a los Mercados Financieros y el Índice de Eficiencia de los Mercados Financieros (Figura 6).

**Figura 6: Esquema del Índice de Desarrollo Financiero**



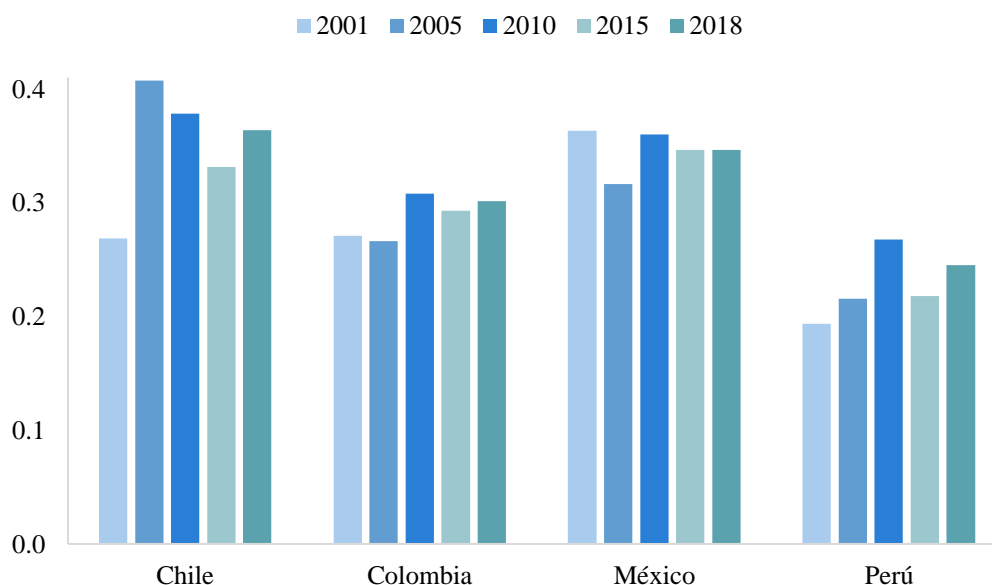
Nota: Para el detalle sobre los indicadores utilizados para elaborar cada índice ver Tabla A1 en Anexo.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

En el año 2001, cuando se eliminó el impuesto a las ganancias de capital sobre ciertas transacciones, tanto Chile como Colombia tenían un puntaje de 0,27 en el Índice de Mercados Financieros, situándolos por debajo de México, pero por encima de Perú (Figura 7). En 2005, tan solo cuatro años después, Chile tenía un puntaje de 0,41 mejorando considerablemente su puntuación. Desde entonces, el puntaje de Chile en el índice no ha presentado grandes variaciones y en 2018 fue de 0,36.

Por otro lado, Perú presentaba un aumento gradual en la puntuación del Índice de Mercados Financieros, pasando de 0,19 en el año 2001 a 0,27 en 2010. En 2015, el puntaje de Perú disminuye a 0,22, periodo que coincide con la entrada en vigor del impuesto de 5% sobre las ganancias de capital en la venta de acciones en Perú (2010-2015). Como se revisó anteriormente, dicho impuesto en el año 2016 fue exonerado, y, si bien no se lo podemos atribuir en su totalidad, el año 2018 Perú evidencia una mejora en el índice, aumentando a 0,25 puntos. Lo anterior principalmente por la mejora que tuvo el componente que mide el acceso a los mercados financieros (Figura 8), que se construye a partir del porcentaje de la capitalización de mercado de las compañías excluyendo a las 10 más grandes y el número de emisores de deuda por cada 100 mil personas adultas.

**Figura 7: Índice de Mercados Financieros**



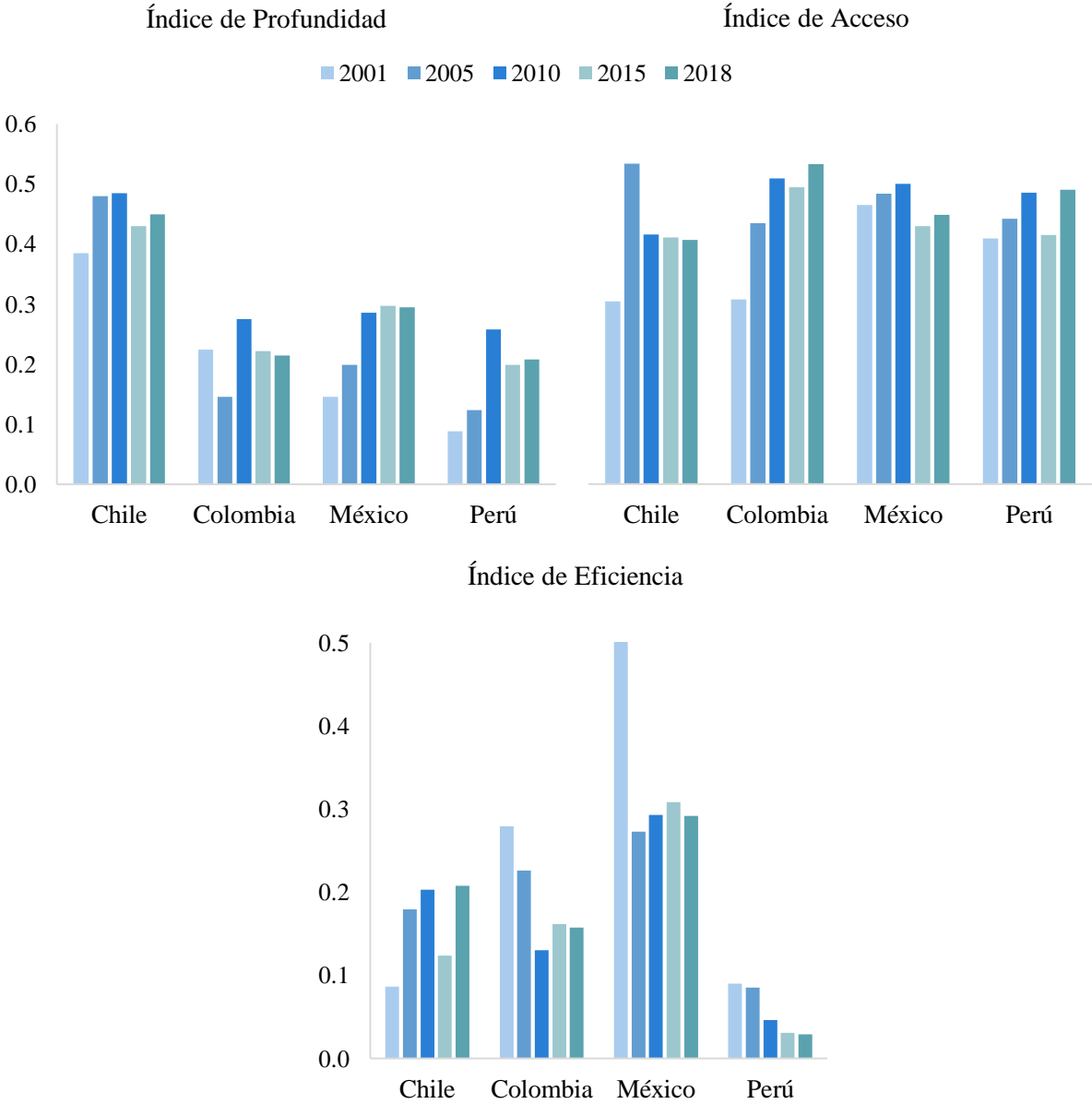
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

El puntaje de Chile en el Índice de Mercados Financieros se explica principalmente por su buen desempeño en el componente que mide la profundidad del mercado (Figura 8). Respecto del acceso de los



mercados financieros, notamos que Chile se ubica por debajo de los demás países analizados lo cual muestra un espacio de mejora. Y, en cuanto a la eficiencia de los mercados financieros, observamos que en general los puntajes de los países de la región son bajos, especialmente en Perú, dando indicios de bajos niveles de rotación de acciones a nivel regional.

**Figura 8: Componentes del Índice de Mercados Financieros**



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

## **7. Potenciales efectos de eliminar la exención del impuesto a las ganancias de capital en acciones/cuotas con presencia bursátil**

### **7.1 Recaudación fiscal**

Conocer la magnitud del efecto en recaudación de eliminar la exención al impuesto de las ganancias de capital es uno de los elementos centrales para hacer una evaluación de la medida. Sin embargo, como se señaló previamente en este documento, no contamos con buena información para hacer esta estimación. Con eso en mente, en esta sección hacemos un esfuerzo por aproximar una primera medida del impacto.

Para medir el impacto fiscal de la eliminación de la exención se utiliza información de los montos transados en acciones anualmente en la Bolsa de Santiago para el período 2011-2020.

En primer lugar, se debe considerar que actualmente, las ganancias de capital por venta de acciones que no cumplen con la condición de tener presencia bursátil pagan impuestos, de manera que para analizar el impacto fiscal de eliminar la exención debemos dejarlas de lado. Dado esto, se toma el monto transado por las 20 acciones más transadas en el año en la bolsa chilena. Estas son acciones que cada año tuvieron presencia bursátil, de manera que son valores que en ausencia de la exención habrían pagado el impuesto a la ganancia de capital.

En segundo término, atendiendo la recomendación de la Comisión Tributaria, respecto de mantener la exención para los inversionistas institucionales locales y no residentes, se considera solo una proporción de ese monto transado por las 20 acciones más transadas de cada año, correspondiente a la participación de los clientes no institucionales nacionales sobre el monto total transado en acciones según la Bolsa de Santiago (42,3% en promedio durante el periodo 2017-2020, según información de la Bolsa de Santiago).

Luego, necesitamos tener una tasa de rentabilidad y una tasa de impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones. Para esto, nos basamos en los supuestos utilizados en el Informe Financiero N° 110 de 2019 de la Dirección de Presupuestos, que estimó el impacto fiscal de la Ley N° 21.210 (Reforma Tributaria 2020).

En el informe se establece que, con base a información del SII reportada voluntariamente por contribuyentes en el Formulario 22, las tasas de rentabilidad sobre el precio de compra de acciones y derechos sociales fluctúan entre un 44,1% y un 64,8%. De esta forma, lo que hizo Dipres fue suponer una rentabilidad de 35% sobre el precio de compra para situarse en un escenario conservador. Por otro lado, dicho informe utilizó una tasa de impuestos promedio de 26,3%, basado en la tasa marginal media

ponderada para las personas naturales que declararon algún valor positivo en operaciones beneficiadas con el artículo 107 de la LIR utilizando cifras del Formulario 22 para el año tributario 2017.

En la Tabla 6 se muestran las estimaciones de la recaudación de un impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones bajo un supuesto de rentabilidad sobre el precio de compra del 35% y una tasa de impuestos promedio de 26,3%.

**Tabla 6: Estimación de la recaudación del impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones con presencia bursátil**

Cifras en miles de millones de pesos de cada año.

	Monto transado por las 20 acciones más transadas del año	Monto transado por Clientes no Institucionales Nacionales (42,3%)	Ganancia de capital (35%)	Recaudación impuesto a la ganancia de capital (26,3%)
2011	20,080	8,486	2,970	781
2012	16,771	7,088	2,481	652
2013	16,832	7,113	2,490	655
2014	12,974	5,483	1,919	505
2015	11,473	4,849	1,697	446
2016	12,247	5,176	1,811	476
2017	17,626	7,449	2,607	686
2018	23,904	10,102	3,536	930
2019	22,553	9,531	3,336	877
2020	24,495	10,352	3,623	953

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Bolsa de Santiago.

Así, la mayor recaudación que podría significar una medida como esta podría situarse en torno a \$950 mil millones (unos US\$ 1.200 millones). No obstante, como veremos más adelante, la estimación del impacto fiscal de esta medida es altamente sensible a la tasa de rentabilidad e impuesto que se considere. Asimismo, las estimaciones de la Tabla 6 suponen que el 100% del monto transado considerado es una ganancia de capital neta, lo que no es un supuesto realista.

En la Tabla 7, se muestra cómo variaría la recaudación fiscal en cada año según el porcentaje del monto transado que corresponde a una ganancia neta de capital por venta de acciones. Considerando el escenario intermedio de que el 50% del monto considerado corresponde a ganancias de capital, el impacto en mayores ingresos fiscales en un año se ubicaría, en promedio, en unos US\$ 570 millones.

**Tabla 7: Impacto fiscal según porcentaje de ganancias de capital netas en el monto transado considerado para el ejercicio**

Cifras en millones de dólares de cada año.

	Porcentaje de ganancias de capital netas		
	20%	50%	80%
2011	323	808	1,293
2012	268	670	1,072
2013	265	661	1,058
2014	177	443	708
2015	136	341	546
2016	141	352	563
2017	211	528	845
2018	290	726	1,162
2019	250	624	999
2020	241	601	962

Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, esta estimación del impacto fiscal es consistente con la recomendación de considerar las ganancias por venta de acciones con presencia bursátil como un ingreso ordinario. Por otro lado, podemos estimar cuánto sería la recaudación con una tasa de impuesto específica para estas ganancias de capital. Manteniendo el supuesto de rentabilidad de 35%, bajo el escenario intermedio de que el 50% del monto considerado corresponde a ganancias netas de capital, en la Tabla 8 se muestra una estimación de la recaudación según la tasa de impuesto que se aplique. Consideramos una tasa de impuesto del 5%, 10% y 15% en línea con las tasas aplicadas en países como Colombia (10%), Brasil (15%) y México (10%), así como también con la recomendación de algunos integrantes de la Comisión Tributaria. En este caso la mayor recaudación iría desde US\$ 104 millones a anuales a US\$ 328 millones anuales.

**Tabla 8: Impacto fiscal según Tasa de Impuesto a las ganancias de capital por venta de acciones con presencia bursátil**

Cifras en millones de dólares de cada año.

	Tasa de impuesto a las ganancias de capital		
	5%	10%	15%
2011	154	307	461
2012	127	255	382
2013	126	251	377
2014	84	168	253
2015	65	130	195
2016	67	134	201
2017	100	201	301
2018	138	276	414
2019	119	237	356
2020	114	229	343

Fuente: Elaboración propia.

Otro factor para tomar en cuenta para la estimación del impacto fiscal tiene relación con la rentabilidad. Considerar una rentabilidad del 35% es un escenario poco conservador tomando en cuenta que el rendimiento del Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA) en los últimos años ha sido desfavorable (Tabla 9). En particular, la rentabilidad anual para los años 2018, 2019 y 2020 ha sido de -8,3%, -8,5% y -10,5% respectivamente, muy por debajo de la rentabilidad alcanzada en 2017 de 34%.

**Tabla 9: Rentabilidad anual del IPSA**

	Rentabilidad IPSA
2011	-15,2%
2012	3,0%
2013	-14,0%
2014	4,1%
2015	-4,4%
2016	12,8%
2017	34,0%
2018	-8,3%
2019	-8,5%
2020	-10,5%

Fuente: Elaboración propia.

En este sentido, es adecuado considerar rentabilidades que reflejen mejor el desempeño de la bolsa chilena en el último tiempo. A partir de la rentabilidad promedio anual del IPSA para el periodo 2016-2020, consideramos tres escenarios para la rentabilidad que obtienen los inversionistas no institucionales nacionales:

1. Rentabilidad promedio anual del IPSA (2016-2020): 3,9%
2. Rentabilidad promedio anual del IPSA (2016-2020) por tres años: 12,2%
3. Rentabilidad promedio anual del IPSA (2016-2020) por cinco años: 21,1%

Esto es, los escenarios 2 y 3 suponen una rentabilidad equivalente a mantener las acciones del IPSA por tres y cinco años respectivamente. En la Tabla 10 se presenta la recaudación en millones de dólares para los tres escenarios de rentabilidad considerados. Lo anterior bajo el supuesto que un 50% del monto transado son ganancias netas y la aplicación de una tasa impositiva de 26,3%. El impacto fiscal de una medida como esta se ubicaría entre los US\$ 67 millones y US\$ 362 millones para el 2020 dependiendo de la rentabilidad que se considere.

**Tabla 10: Impacto fiscal según rentabilidad obtenida por la venta de acciones con presencia bursátil**

Cifras en millones de dólares de cada año.

	Rentabilidad		
	3,9%	12,2%	21,1%
2011	90	281	487
2012	75	233	404
2013	74	230	398
2014	49	154	267
2015	38	119	205
2016	39	122	212
2017	59	183	318
2018	81	252	437
2019	70	217	376
2020	67	209	362

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, en la Tabla 11 se presenta cómo varía el impacto fiscal según la tasa de impuesto y la rentabilidad que se considere. Con este ejercicio podemos notar lo sensible que es la recaudación fiscal de este tipo de impuesto a la rentabilidad que tenga la bolsa en un determinado periodo de tiempo, de manera que no es evidente su potencial recaudatorio.

**Tabla 11: Recaudación según Tasa de Impuesto y Rentabilidad año 2020**

Cifras en millones de dólares de cada año.

		Tasa de impuesto a las ganancias de capital			
		5%	10%	15%	26.3%
Rentabilidad	3.9%	13	25	38	67
	12.2%	40	79	119	209
	21.1%	69	138	207	362
	35%	114	229	343	601

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, existe un tema adicional, que tiene relación con eventuales cambios de comportamiento en los inversionistas producto de la eliminación de la exención, tales como una menor propensión a materializar las ganancias (efecto *lock-in*) o el traslado de capitales hacia el exterior, que se traducirían en una menor base tributaria. Como se mencionó previamente, el flujo de capitales desplaza la gestión del ahorro desde la economía chilena donde paga IVA e impuesto a la renta, hacia otros países que ofrecen mejores condiciones tributarias, trasladándose hacia aquel país la actividad económica, los empleos y los impuestos.

## 8. Recomendaciones de política y conclusiones

Durante las últimas dos décadas en nuestro país los distintos gobiernos han tomado medidas que han permitido que Chile tenga uno de los mercados más desarrollados de la región. Esto, a su vez, es uno de los factores que ha estado en la base del exitoso camino de nuestro país hacia el progreso económico y social.

En circunstancias en que se discute eliminar una serie de exenciones tributarias para aumentar la recaudación fiscal, se plantea como una de las opciones, eliminar la exención del impuesto a las ganancias de capital resultante de la enajenación de acciones y cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos con

presencia bursátil. En relación con esta materia, la evidencia disponible muestra que estos impuestos tienen una serie de efectos negativos sobre la economía y sobre los mercados financieros que deberían ponderarse adecuadamente si se pretende avanzar en eliminar la exención. Estos efectos incluyen una modificación de los incentivos a ahorrar e invertir, al deteriorar el retorno de la inversión después de impuestos, así como efectos negativos en la competitividad global para atraer capitales.

En el caso de Chile, el riesgo de eliminar la calificación de este ingreso no renta es el de “sobre gravar” este tipo de operaciones, eliminar una fuente de financiamiento y, en consecuencia, elevar el costo para la inversión para las empresas locales, que deberían optar por otras fuentes de financiamiento, posiblemente externas.

A su vez, el flujo de capitales hacia el exterior desplaza la gestión del ahorro desde la economía chilena donde paga IVA e impuesto a la renta, hacia otros países que ofrecen mejores condiciones tributarias, trasladándose hacia aquellos países la actividad económica, los empleos y los impuestos.

Otro efecto corresponde a la doble tributación que generaría la eliminación de la exención al impuesto de ganancia de capital y el denominado efecto “*lock-in*” según el cual los agentes mantienen sus inversiones más allá de lo adecuado con el solo fin de evitar el impuesto, evitando que el capital se mueva hacia sus usos más eficientes. A lo anterior, se suma un efecto no deseado adicional, el cual es la limitación al desarrollo del mercado accionario. Un mercado accionario menos desarrollado tiene un menor número de transacciones, una reducida participación de inversionistas, menor liquidez y, como consecuencia, lleva a que las empresas se financien con tasas de descuento menos competitivas.

En relación con el cobro de impuestos a la ganancia de capital, cabe mencionar que, en estricto rigor, más que una exención, la ganancia se debe tratar como un ingreso no renta, precisamente para evitar la doble tributación.

La revisión de la experiencia internacional comparada revela que, tanto países de la región como países desarrollados de referencia aplican un impuesto a las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones. Sin embargo, en ciertos casos se aplican exenciones dependiendo del monto, participación y periodo de mantención. A su vez, en diversos centros financieros globales las ganancias de capital provenientes de la venta de acciones no se gravan, mientras que, en otros, se aplican exenciones al cumplirse determinadas condiciones. En este sentido, si el interés es seguir avanzando en el desarrollo del mercado de capitales chileno y avanzar en la línea de convertir a nuestro país en un centro financiero global, sería preferible no innovar en esta materia.



Los costos económicos que puede tener la eliminación de esta exención se deben comparar con los potenciales efectos recaudatorios. En este sentido, el FMI y la OCDE criticaron la falta de información y la forma de cálculo de este gasto tributario. Es decir, no sabemos exactamente cuánto está dejando de recaudar el gobierno por esta exención. Sabemos que la información disponible es imprecisa, de manera que cualquier estimación se debe basar en supuestos. En este estudio se presentan distintos escenarios que, entre otras variables, consideran opciones para la proporción de la ganancia de capital, tasa de impuesto y rentabilidad obtenida, obteniéndose un rango de recaudación potencial anual que va desde US\$ 13 millones a US\$ 602 millones.

La pregunta que deben hacerse las autoridades es si vale la pena avanzar en la eliminación de esta extensión y asumir los costos económicos y financieros que eso significaría, si en el caso más optimista la recaudación anual sería de solo 0,2% del PIB, pudiendo ser incluso mucho menor. Por lo pronto, la comisión tributaria convocada para la revisión de las exenciones por parte del Ministerio de Hacienda recomendó mantenerla para los inversionistas institucionales locales y para no residentes, mientras que para el resto de los inversionistas no hubo una posición única, pues se requeriría un estudio más profundo del tema.

En definitiva, teniendo todos estos elementos sobre la mesa, parece razonable avanzar antes en la eliminación de otro tipo de exenciones para las cuales existe más información, claridad de sus efectos y consenso técnico y político, junto con continuar en el camino de reducir la evasión y los espacios de elusión tributaria.

Las medidas que se implementen deben resguardar la liquidez del mercado de capitales y aumentar el número de participantes, incrementar la transparencia en la formación de precios y, de esta forma, no interrumpir el avance hacia un mercado de capitales más desarrollado y competitivo globalmente.

## 9. Referencias

- Agostini, C. & M.C. Siravegna (2014). Efectos de la Exención Tributaria a las Ganancias de Capital en el Precio de las Acciones en Chile. *Revista de análisis económico*, Vol. 29, 25-46.
- Anwar, S. & A. Mishra (2017). Foreign portfolio equity holdings and capital gains taxation. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 51, 54-68.
- Auerbach, A. (1992). On the Design and Reform of Capital Gains Taxation. *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 82, 263-267.
- Auten, G. & C. Clotfelter (1982). Permanent versus Transitory Tax Effects and the Realization of Capital Gains. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 97, 613-632.
- Bartels, F. & N. Freeman (2000). Portfolio investment in southeast Asia's stock markets: A survey of investor perceptions. *The Asia Pacific Journal of Economic and Business*, Vol. 4, 28-58.
- Bartlett, B. (1985). The Case for Ending the Capital Gains Tax. *Financial Analysts Journal*, Vol. 41, 23-30.
- Campbell, K. & G. Nell (2009). Sustainable Economic Stimulus: Repeal Capital Gains and Dividend Taxes. The Heritage Foundation, Web Memo No. 2263.
- Dai, Z., E. Maydew, D. Shackelford y H. Zhang (2008). Capital Gains Taxes and Asset Price: Capitalization or Lock-In? *Journal of Finance*, Vol. 63, 709-742.
- Dammon, R., Spatt, C. & H. Zhang (2001). Optimal consumption and investment with capital gains taxes. *Review of Financial Studies*, Vol. 14, 583-616.
- Del Pino, J.J. (2017). Liquidez del mercado de acciones de la BVL en los últimos 10 años: efecto del impuesto a la renta a la ganancia de capital. Tesis de Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Deloitte. Tax guides and highlights. Disponible en: <https://dits.deloitte.com/#TaxGuides>
- Ellul, A. & M. Pagano (2005). IPO underpricing and after-market liquidity. *Review of Financial Studies*, Vol. 19, 381-422.
- Engel, E. & A. Galetovic (2000). ¿Qué hacer con los impuestos a las ganancias de capital? *Estudios Públicos*, Vol. 79.

- Feldstein, M. & S. Yitzhaki (1978). The Effects of the Capital Gain Tax on the Selling and Switching of Common Stock. *Journal of Public Economics*, Vol. 9, 17-36.
- Feldstein, M., Slemrod, J. & S. Yitzhaki (1980). The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realizations of Capital Gains. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94.
- Fondo Monetario Internacional (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. Working Paper/16/5.
- Hail, L., Sikes, S. & C. Wang (2017). Cross-country evidence on the relation between capital gains taxes, risk, and expected returns. *Journal of Public Economics*, Vol. 151, 56-73.
- Henderson, Y. (1990). Capital Gains Tax Rates and Stock Market Volume. *National Tax Journal*, Vol. 43, 411-425.
- Jacomb, M. (2014). A History of Taxing Capital Gains in New Zealand: Why Don't We? *Auckland University Law Review*, Vol. 20.
- Jin, L. (2006). Capital Gains Tax Overhang and Price Pressure. *The Journal of Finance*, Vol. 61, 1399-1431.
- Joint Committee on Taxation (2019). Estimating Taxpayer Bunching Responses to the Preferential Capital Gains Tax Rate Threshold.
- Noronha, G. & S. Ferris (1992). Capital Gains Tax Policy and the Behavior of Common Stock Returns. *Economics Letters*, Vol. 40, 113-117.
- Saxton, J. (1997). The Economic Effects of Capital Gains Taxation. A Joint Economic Committee Study, United States Congress.
- Zodrow, G. (1995). Economic Issues in the Taxation of Capital Gains. *Canadian Public Policy/Analyse de Politiques*, Vol. 21, S27-S57.

## Anexo

**Tabla A1: Indicadores utilizados en el Índice de Desarrollo Financiero del FMI**

<b>Instituciones financieras</b>	
Profundidad	Crédito al sector privado (% del PIB)
	Activos de fondos de pensiones (% del PIB)
	Activos de fondos mutuos (% del PIB)
	Primas de aseguradoras (% del PIB)
Acceso	Sucursales bancarias por cada 100.000 adultos
	Cajeros automáticos por cada 100.000 adultos
Eficiencia	Margen de intereses neto
	Spread prestamos-depósitos
	Ingresos excluyendo intereses (% ingreso total)
	Gastos generales (% de activos)
	Retorno de activos
	Retorno accionario
<b>Mercados financieros</b>	
Profundidad	Capitalización mercado accionarios (% del PIB)
	Acciones transadas (% del PIB)
	Títulos de deuda internacionales del gobierno (% del PIB)
	Títulos de deuda de empresas financieras (% del PIB)
	Título de deuda de empresas no financieras (% del PIB)
Acceso	Participación capitalización de mercado excluyendo a las diez empresas más grandes
	Número de emisores de deuda total (local y extranjero)
Eficiencia	Rotación mercado accionario (ratio de acciones transadas a capitalización)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development.



 [clapesuc](#)

 [@clapesuc](#)

 [clapes\\_uc](#)

 [clapesuc](#)