

El Mercado Financiero Chileno
Fernando Rubio

LA ESTRATEGIA DE CITICORP EN CHILE
Capítulo 3
EL MERCADO FINANCIERO CHILENO

FERNANDO RUBIO F.¹
ferncapital@yahoo.com
Director FERNCAPITAL S.A.
and
Invited Professor
International Graduate Business School
Universidad de Valparaíso, Chile.
Pasaje La Paz 1302, Viña del Mar, Chile.
Phone Fax (56) (32) 507543

EXTRACTO

Esta es la tercera parte de una serie que forman una investigación más amplia titulada “La Estrategia de Citicorp en Chile: Un Intento de Investigación”. Aquí se describe la naturaleza, reglamentación, estado actual y perspectivas de más de los 25 segmentos del mercado financiero chileno, desde la banca hasta las administradoras de fondos de pensiones.

JEL Classification: G20, G21, G22, G23, G24

Keywords: Chile, estrategia, Citicorp, Citibank, Citigroup, análisis estratégico, banca.

Diciembre, 1989

¹ Esta es la tercera parte de una serie de siete, que forman una investigación más amplia titulada “La Estrategia de Citicorp en Chile: Un Intento de Investigación”.

LA AMPLITUD DEL MERCADO FINANCIERO

1.- ¿CUAL ES NUESTRO NEGOCIO?

La función básica del sector financiero, en una sociedad que se ha querido dar una organización económica del tipo libre mercado, es la de transferir fondos desde el sector superavitario de la economía al sector deficitario de la misma. Este es el mecanismo fundamental por el cual se asignan los ahorros y financian las inversiones de todos los sectores productivos. Es a través de este proceso que los fondos disponibles se asignan a los usos más rentables y se hacen óptimas las posibilidades de crecimiento para toda la economía.

Esta importancia fundamental del sistema financiero explica el énfasis que se ha puesto, desde el inicio de la actual política económica, en 1973, y hasta ahora, en implementar todas las reformas que han sido necesarias para lograr un mercado de capitales eficiente y estable.

La línea que ha orientado esta acción ha sido siempre la de favorecer un sistema basado en instituciones privadas y competitivas. El cautelar la estabilidad de este proceso ha impulsado una importante labor de fiscalización y ha originado algunas veces la intervención directa de la autoridad. Esto, sin embargo, ha estado siempre enmarcado en una estrategia de desarrollo del mercado financiero basado en el dinamismo propio de las instituciones privadas.

Los principios generales más importantes que regulan el mercado financiero son los siguientes : el sector privado es el encargado de proveer todos los servicios efectivos en el área de valores, financiera y de seguros; estos son mercados abiertos a los cuales pueden ingresar, ya sea como inversionista, intermediador, emisor o prestador de servicios, cualquier persona que cumpla con los requisitos objetivos que establecen las leyes respectivas y algunas regulaciones reglamentarias establecidas por la autoridad correspondiente.

Son además, mercados abiertos al exterior, en el sentido de que admiten, sujetos a los mismos requisitos objetivos, la incorporación de agentes extranjeros. A su vez, están reguladas y supervigiladas en su funcionamiento por varias entidades gubernamentales, entre ellas, el Banco Central, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la Superintendencia de bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP).

Desde esta perspectiva amplia, es conveniente individualizar y analizar la serie de mercados en los que se subdivide el mercado financiero chileno en la actualidad. Entre ellos se puede nombrar a los mercados de: Instituciones financieras (banca comercial y sociedades financieras,); Administradoras de fondos mutuos (AFM); Administradoras de fondos de pensiones (AFP); Compañías de seguros; Corredores de bolsa; Empresas de leasing; Administradoras de tarjetas de crédito (ATC); Empresas de asesorías financieras; Corredores de bienes raíces; Empresas de capital de riesgo; CORFO; etc.

LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

A.- INTRODUCCION.

La banca comercial se especializa, en términos generales, en la captación de depósitos y la concesión de préstamos, de descuento de documentos o en cualquier otra forma. Las operaciones específicas que se autorizan a tales instituciones están enumeradas en el Art. 83o. de la Ley de Bancos.

En relación a esto cabe destacar que en Chile actualmente existe un solo tipo de empresa bancaria no habiendo diferencias importantes entre las facultades del Banco del Estado, bancos comerciales y bancos de fomento. Cabe destacar además que aunque el Banco del Estado sea una entidad pública enfrenta básicamente las mismas condiciones legales de operación que cualquier otro banco y un principio similar mantiene en un plano de equidad a los bancos extranjeros en relación a los nacionales.

Por otra parte, se estimó útil definir un nuevo tipo de empresa denominado "Financiera", que se especializa en el intercambio crediticio sin cubrir áreas como las de manejo de cuentas corrientes y operatoria de comercio exterior, aunque si puede realizar operaciones de cambios internacionales si se convierten además en casas de cambio. Algunas exigencias para estas instituciones son mayores que para los bancos, como la relación máxima deuda-capital, pero están sujetas básicamente al mismo tipo de regulaciones y fiscalización, que solo busca garantizar la solvencia y liquidez de estas instituciones.

El principio fundamental que rige al sistema financiero es que la asignación de los fondos realizada por los ahorrantes y la demanda de estos efectuada por los inversionistas, deben ambas enfrentar las tasas de interés verdaderas, que reflejan la rentabilidad y el costo real de los recursos. Solo así los recursos se asignarán a los mejores usos y el bienestar y el crecimiento de la economía alcanzarán su máximo nivel.

Este principio, base de todo mercado libre, implica una operatoria libre de intervenciones discrecionales del Estado, las cuales podrán ocurrir solo excepcionalmente cuando problemas de solvencia o liquidez pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero como un todo. Se requiere, además, que las instituciones financieras puedan realizar en igualdad de condiciones las operaciones que en cada caso les sean propias de acuerdo a su definición y objetivo.

Es por lo anterior, que las tasas de encaje y otras restricciones que enfrentan las instituciones bancarias y financieras son en general de reducida magnitud a fin de evitar que se constituyan en un impuesto significativo que encarezca los costos de estas empresas.

B.- REGLAMENTACION

La política de ordenamiento y fortalecimiento del sector financiero puesta en práctica durante los últimos años, ha procurado no solo reestablecer un mercado de capitales con una fuerte presencia de la banca privada, sino que, además, mejorar aspectos esenciales de la legislación relativa al funcionamiento de este sector, de manera de evitar el surgimiento de nuevas dificultades en el futuro.

Por eso, en el Diario Oficial del 27 de noviembre de 1986, se promulgó una trascendente reforma a la Ley General de Bancos, en cuya gestación en el Ejecutivo y posterior discusión legislativa tuvieron destacada participación los expertos del sector.

El texto de la nueva ley, que comenzó a regir el día de su publicación, señala en su introducción "el espíritu subyacente a las modificaciones legales recientes es el de contar con una banca realmente privada, competitiva y estable en el tiempo. Para estos efectos, se contemplan normas tendientes a ampliar tanto el ámbito de los negocios bancarios como la participación de los agentes privados, pero también otras que permiten limitar aquellas operaciones que involucren riesgos excesivos".

En esencia, la legislación en cuestión:

- ? Propende a una mayor transparencia en el manejo de las instituciones, de modo que tanto el público como las autoridades puedan evaluar apropiadamente el estado en que estas se encuentren y de esta manera inclinarse responsablemente por aquellas instituciones que estimen más eficientes y seguras, o que, en último término, los depositantes puedan moverse acorde al riesgo de las instituciones.
- ? Introduce mecanismos de supervisión bancaria más eficientes y oportunos, que permitan detectar en un estado preliminar la aparición de dificultades que pudieran afectar a una o más instituciones financieras, como una manera de facilitar su solución. Es de suma importancia precisar aquí, que la Ley perfecciona las atribuciones de la SBIF, a fin de precisar y respaldar su ineludible función fiscalizadora, aunque acotada por el amplio conocimiento público de la situación de las instituciones financieras que se ha de generar al amparo de la nueva legislación y por determinados mecanismos de apelación y consulta al Banco Central.
- ? Establece novedosas y ágiles fórmulas de solución de los problemas de solvencia que pudieran afectar el normal funcionamiento de las instituciones bancarias. En la nueva legislación, los bancos pasan a ser, en la práctica, entes sujetos a quiebra, la que en caso de producirse se regula con procedimientos específicos, vale decir, se crean las instancias adecuadas para permitir, en el caso de una eventual insolvencia de una institución financiera, ya

sea su liquidación ordenada o su recapitalización por parte de sus accionistas, acreedores o de terceros.

- ? Incluye también normas conducentes a perfeccionar las disposiciones referidas a la diversificación de la propiedad de los bancos y a la desconcentración de los créditos, lo que ha sido de particular atención durante el proceso mismo de normalización de la banca. Es así como, a través del denominado esquema de capitalismo popular, se ha conseguido diversificar apreciablemente la propiedad de los bancos anteriormente intervenidos. Por otra parte, se ha tenido especial cuidado en prohibir, en la práctica, los créditos relacionados. Esta mayor diversificación de la propiedad de los bancos y la prohibición de los créditos relacionados, junto con propender a una distribución más equitativa de los activos de la economía, crea, al mismo tiempo, los incentivos necesarios para una mayor transparencia y estabilidad en el manejo de la banca privada.
- ? Levanta en forma gradual a partir del 1 de enero de 1987 el aval del Estado sobre el ahorro financiero depositado en los bancos, estableciendo, no obstante, un sistema de encajes especiales que asegura el pago integral de los depósitos a la vista, y manteniendo un esquema de protección estatal para los depósitos menores.
- ? Permite a la banca comercial el desarrollo de amplias operaciones de intermediación financiera que anteriormente le estaban restringidas, mediante la creación de empresas financieras filiales. La posibilidad de crear estas empresas les permite a los bancos modernizar la gestión crediticia y aprovechar completamente el conocimiento que tienen sobre el mercado de capitales.

Conviene ahondar sobre el último punto, vale decir, en lo que respecta a los nuevos negocios de los bancos que, en todo caso, no son tan nuevos porque, la banca de una u otra manera ya las estaba desarrollando. En todo caso, la nueva legislación señala que los bancos comerciales podrán constituir en el país sociedades filiales destinadas a efectuar operaciones de intermediación de valores por cuenta propia o ajena, como agentes de valores o administradores de fondos mutuos, y a la prestación de servicios financieros.

La SBIF se ha apresurado a aclarar, por medio de una serie de circulares, que los bancos solo podrán tener participación "en sociedades filiales cuyo giro complemente el negocio bancario".

Se estima que complementan el giro bancario las siguientes sociedades, en tanto se establezcan bajo las normas dictadas para esta materia : intermediarios de valores, ya sea en calidad de agentes de valores o de corredores de bolsa; administradores de fondos mutuos, siempre que en las respectivas carteras no tengan acciones ni títulos de deuda de entidades vinculadas al propio banco; empresas de leasing; empresas que actúen como operadores de tarjetas de crédito; y, empresas que presten servicios financieros.

En cuanto a las sociedades que se dediquen a la prestación de servicios financieros, se especifica que estas podrán ser empresas de leasing, ATC y empresas de asesorías financieras.

La SBIF aclara precisamente cuales pueden ser los giros de las sociedades filiales que se dediquen al área de asesorías financieras, señalando taxativamente que tales sociedades tendrán como objeto exclusivo uno de los cinco giros que a continuación se indican : asesorar a sus clientes en la búsqueda de fuentes alternativas de financiamiento; la reestructuración de sus pasivos; las negociaciones para adquirir, vender o fusionar empresas; la emisión y colocación de bonos y debentures; y , la colocación de fondos en el mercado de capitales.

Por último, también se autoriza a los bancos para ser accionistas o tener participación en sociedades cuyo objeto exclusivo sea prestar servicios destinados a facilitar el giro bancario.

Esta norma se refiere a aquellos servicios a los cuales los bancos deben recurrir para un moderno y ágil funcionamiento, como son los relativos a cajeros automáticos, transferencia electrónica de fondos, custodia de valores, etc. y respecto de los cuales las empresas bancarias deben necesariamente asociarse con el objeto de disminuir sus costos.

Debe tenerse presente que en las sociedades que se forman con tal finalidad, que no es obligatorio que sean anónimas, podrán participar como socios o accionistas otros bancos o sociedades financieras.

Un tópico que tiene relación con los anteriores es el relativo a las sucursales y subsidiarias de los bancos chilenos en el exterior. La nueva ley ha introducido algunas modificaciones menores al régimen de sucursales de bancos chilenos en el exterior y, en cambio, ha reglamentado prolijamente la posibilidad de que bancos chilenos adquieran acciones de bancos constituidos en el extranjero.

En primer término, se mantiene la normativa que rige a las sucursales de los bancos nacionales en el exterior, con la salvedad de que la nueva ley las autoriza para conceder créditos a personas domiciliadas o residentes en Chile, debiendo estos mantenerse dentro de los márgenes que la Ley establece para los bancos que operan en el país, los cuales se calculan en este caso sobre el capital asignado a la sucursal. Con esta modificación, la nueva legislación pretende liberar a las sucursales externas de los bancos nacionales de las trabas que impedían su desarrollo y, en consecuencia dotar al país de un mecanismo adecuado para la captación de recursos externos.

En segundo lugar, se faculta a las empresas bancarias nacionales para invertir en acciones de bancos extranjeros, inversión que debe quedar comprendida en el límite de inversiones de una vez el capital pagado y reservas del banco local y que requiere autorización tanto de la SBIF como del Banco Central.

En tercer lugar, se dictaron recientemente las normas complementarias que rigen la creación o control de filiales, por parte de las entidades financieras, precisando entre otras materias que el capital que los bancos destinen a estas nuevas empresas será restado o deducido de su capital y reservas para los efectos de establecer los márgenes de endeudamiento de las instituciones. También, en mayo de 1988 se publicó la ley 18.707, que modificó, entre otras cosas, la Ley General de Bancos y la Ley Orgánica de la SBIF.

En lo sustantivo, este cuerpo legal permitió refundir las normas sobre reserva técnica, especificando los instrumentos del Banco Central y de la Tesorería que podrían calificar para su constitución. Adicionalmente, sobre la base de esa misma ley, fue posible ampliar los pasos dispuestos para la enajenación de aquellos bienes recibidos en pago que exhibían problemas para su venta inmediata.

En un plano distinto, el mismo cuerpo legal permitió la implementación de las normas que dieron origen a un nuevo instrumento financiero, como es el mutuo hipotecario endosable, el cual en la actualidad se visualiza como un competidor potencial del sistema tradicional de financiamiento para viviendas apoyado en el uso de letras de crédito.

En lo que respecta a la Ley Orgánica de la SBIF, la ley 18.707 dispuso que la fiscalización de las empresas filiales bancarias orientadas a la prestación de servicios financieros, distinta de las agencias de valores, corredoras de bolsa y AFM, así como aquellas sociedades destinadas a apoyar el giro bancario, quedará centralizada en la SBIF.

A principios de julio de este año, se modificó en cinco aspectos la Ley de Bancos dictada en 1986.

En primer lugar, la banca nacional podrá cambiar los contratos de recompra de cartera al Banco Central, operación mediante la cual, entre otros efectos, se les restituirán a las instituciones los créditos cedidos y no comprados. Los bancos que resuelvan cambiar sus contratos de deuda, lo sustituirán por una nueva obligación " de carácter subordinado", de plazo indeterminado hasta su entero pago, y que se solucionará solo con los excedentes del ejercicio anual deducida de estos la parte que corresponda a las acciones preferentes. Esta nueva deuda no se computará como pasivo exigible de la respectiva institución. Una vez efectuado el cambio de contrato, el Banco Central procederá a restituir a las respectivas instituciones los créditos cedidos y no recomprados a esa fecha.

También se contempla que los bancos destinen a recompra otros recursos distintos a los excedentes del ejercicio anual, tales como aumentos de capital, los que serán autorizados expresamente por la SBIF. Adicionalmente, la SBIF procederá a valorizar los créditos cedidos, lo cual dará lugar a un abono que deberán pagar los bancos en virtud de la nueva obligación contraída. Con lo anterior, se evita que a futuro los bancos sean obligados a re-comprar esta

cartera, la que ascendía al 30 de abril de este año a \$832.222 millones. También se evita que pasen a ser parte constitutiva del balance y que esta se mantenga en poder del Estado. En resumen, se evita que dichos bancos puedan ser estatizados.

En segundo lugar, se permite a los bancos De Chile y De Santiago adquirir por su real valor financiero los pagarés de las deudas que los capitalistas populares firmaron a favor de la CORFO para financiar dicha compra. Esta cartera podrá ser comprada en efectivo o mediante la transferencia de títulos de deuda emitidos por terceros. El precio de compra deberá considerar el descuento por pago oportuno y su valorización se realizará a precios de mercado. Expertos financieros señalan que los bancos podrán utilizar captaciones del público para efectuar esta compra. Actualmente, la cartera en poder de CORFO asciende a unos \$55.000 millones, la que podría adquirirse en unos \$20.000 millones. También con esto se pretende evitar cualquier iniciativa que pueda poner en peligro la propiedad privada de estos.

En tercer lugar, se establece que los bancos podrán, con un tope del 20% del capital, emitir bonos subordinados a diez años plazo. Este tipo de bonos, en caso de falencia del emisor, pasan a ser considerados como capital y, por lo tanto, se pagan solo después de que sean cubiertos los créditos de los acreedores valistas. Esta medida permite continuar con el proceso de capitalización de los bancos, a la vez que crea un nuevo instrumento disponible a inversionistas institucionales.

En cuarto lugar, se establece que un banco podrá adquirir acciones de otro banco con el único objeto de efectuar una fusión, entre ambas instituciones, siempre que se cumplan ciertos requisitos. Entre estos, la SBIF es la que deberá dar autorización a esta operación, la que solo podrá otorgarse cuando se demuestre, a su satisfacción, que la empresa adquirente tiene asegurado el control de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto de aquella cuyas acciones va a adquirir. Otra condición o requisito es que a lo menos el 80% del capital suscrito de la empresa adquirente pertenezca a un mínimo de 500 accionistas independientes entre sí. Para estos efectos se considerará como un solo accionista a aquellos que directa o indirectamente conforman un mismo grupo de personas relacionadas. La entidad financiera absorbente deberá efectuar una oferta pública de compra de todas las acciones de la institución con la que pretende fusionarse.

Finalmente, se establece un mejoramiento de la disposición establecida en la ley 18.567 del año 1986, que dice relación a la posibilidad de los acuerdos bancarios que, mediante la conversión de depósitos en acciones, puedan acceder a fórmulas privadas de salvataje de un banco en crisis. La ley crea condiciones favorables para que los depositantes acepten participar en ese convenio. Particularmente, se garantiza la conversión de deudas en acciones preferentes y la recompra de acciones con excedentes del propio banco.

C.- SITUACION ACTUAL.

La nueva Ley de Bancos, en su esencia confirmó la necesaria transformación de la banca desde su antiguo concepto de entidad protegida a una verdadera industria bancaria, con un mercado cambiante, con un número de participantes que presumiblemente no es óptimo, y sobre todo, con la posibilidad para varias instituciones de desaparecer del mercado.

Obviamente, lo que falta es la decantación de este mercado. La solución dada por la autoridad es una solución inconclusa. Se ha hecho suficiente hincapié en la existencia de un número excesivo de bancos y el proceso de normalización financiera no ha producido las presiones y absorciones suficientes para reducirlos.

Esta labor inconclusa no es necesariamente una falta o error, por cuanto solo el mercado puede determinar con mayor justicia, cuantos y cuales son los bancos que deberán permanecer en el sistema; de esta manera, la autoridad ha respetado el derecho de los participantes de trabajar para ganarse el derecho de quedar dentro del juego.

Todo esto se debía al hecho de que, paradójicamente, un patrimonio contable positivo como el que tenía la banca en septiembre de 1986, podía y puede ser compatible con un patrimonio económico, negativo, debidamente actualizado, es decir, con la quiebra técnica.

El problema es que, si los precios por los servicios de los activos son mayores que los costos unitarios de los pasivos, ello solo asegura que los resultados operacionales en la actualidad serán positivos, pero en el futuro ante una disminución de los spreads, como se prevé dada la gran competencia, es perfectamente posible que no se puedan solventar los gastos de administración y menos aún dar algún retorno sobre el capital.

Si se hace un análisis de la situación de la banca entre 1983 y 1989 se pueden obtener útiles conclusiones. Los cuadros de las páginas finales muestran ciertas cifras relevantes.

Realmente era preocupante la situación de los bancos nacionales en 1983. En ese año, estos perdieron casi la mitad de su capital y reservas. Esta situación no se presentaba en el banco del Estado, en los bancos extranjeros o sociedades financieras, a nivel agregado, ya que cada uno de estos grupos presentó utilidades en dicho año.

La porción rentable más importante de los activos del sistema bancario son las colocaciones y las inversiones. En 1983 las inversiones representaban un 43% de las colocaciones. En cambio en 1986, estas representaban un 102%, la mayor parte de las cuales eran inversiones en documentos del Banco Central y el Fisco. Para volver a la proporción inicial del 43%, las colocaciones del sistema bancario, tomando como base 1986 y un crecimiento del 4% anual en términos reales,

necesitarían , es decir, el año concluiría el proceso de regularización de los activos financieros.

La primera pregunta que surgió era, lógicamente, ¿para que necesitaba el Fisco, con un déficit decreciente, y sobre todo el Banco Central, pedir prestado tanto dinero? La respuesta a esta inquietud era clara. El Banco Central lo necesitaba para dar la rentabilidad necesaria a todos los bancos existentes, para que los flujos generados por sus activos superaran los de los pasivos, y dejarán en la línea final un remanente.

Pero ello entregaba a la autoridad el derecho de permanencia y sobre vivencia de todas las instituciones financieras, lo que no era lógicamente, una solución de mercado. Para solucionar esto, el propio Banco Central tenía ya en ese entonces un programa de amortizaciones de títulos que desviaría su condición de deudor hacia los agentes privados.

Las fuertes cantidades de dinero prestado del Banco Central llamaba la atención por cuanto se tiene la tendencia a pensar en el instituto emisor como un prestamista de última instancia, pero su rol de prestatario es inusual.

En consecuencia, el problema era en 1986 compatibilizar la retirada del Banco Central como prestatario y dejar entregado al mercado la viabilidad de las empresas del sector, lo que hacia recaer en las colocaciones, en primera instancia, la responsabilidad de generar el spread que permitiría cubrir sus gastos. Esto es más difícil puesto que una mayor expansión de las colocaciones en relación a una disminución de las inversiones, pues la administración de las primeras requiere de un más alto volumen de gastos operacionales y provisiones por riesgo, comparado con lo que necesitan las inversiones.

En resumen, el problema era como compatibilizar la necesidad de más altos spreads con la eventual retirada del Banco Central como prestatario.

El sistema bancario contaba ya con numerosos bancos recientemente capitalizados, lo que permitía que, como había disminuido la relación deuda a capital, las instituciones podían seguir creciendo tanto en sus captaciones como en colocaciones; este punto era de especial importancia por cuanto antes de la capitalizaciones, numerosos bancos estaban en el límite de la relación deuda a capital permitida y con ello imposibilitados de seguir expandiéndose.

Otro factor muy importante era que la disminución de los títulos del Banco Central vía amortizaciones proveería espacio para la expansión de las colocaciones sin presionar sobre la relación deuda a capital, o incluso, disminuyéndola.

A lo anterior, los bancos debían agregar necesariamente un aumento en su eficiencia. También debían aprovechar las economías de escala, ya que la nueva Ley de Bancos promulgada en 1986, permitía las fusiones y la incursión de los bancos en nuevos negocios.

A fines de 1988, se había logrado una solución parcial al problema. La proporción colocaciones a inversiones había bajado a un 64%, para todo el sistema bancario.

Además de lo anterior, en 1988 los excedentes del sistema se elevaron a \$84.543 millones, superando en un 11,5% real a los obtenidos en 1987; en tanto que la recompra de cartera vencida alcanzó a \$74.489 millones. La rentabilidad del sistema en relación al capital, medida por los dividendos preferentes mas la utilidad neta, se elevó a 8.1%.

Por otra parte, en el transcurso del año 1988, dos empresas del sector, el banco Español y la financiera Fusa, recompraron totalmente su cartera vendida al Banco Central, tanto por la aplicación de la recuperación de los deudores y de excedentes, como por aportes de capital efectuados especialmente para esta finalidad.

A estas instituciones se agrega el banco Exterior, que en los primeros meses de 1989 materializó un aumento de capital autorizado, para con dichos aportes extinguir esta obligación. Este es el último banco extranjero que mantenía compromisos con el instituto emisor. De esta manera, solo 15 de las 41 instituciones bancarias privadas mantenían saldo por recompra.

En cuanto a la eficiencia, ahora los gastos de apoyo en relación a las colocaciones y las inversiones son un 2,6% mejorando con respecto a 1983 en que eran 6,38%. Además, la utilidad operacional es ahora un 5,93% en relación a las colocaciones e inversiones, en comparación al 1,91% en 1983.

Finalmente, hay que mencionar la fusión entre el banco Osorno y el del Trabajo, por la incorporación del último al primero.

En todo caso hay cierta preocupación en los analistas bancarios, no obstante los buenos resultados, por las importantes entradas por las operaciones vía Capítulo XIX, que para 1988 sumaron US \$860 millones y las del Capítulo XVIII que sumaron \$6.954. Estos ingresos tienen un carácter transitorio, en el sentido de que es razonable esperar que en un futuro próximo dejen de ser una fuente importante de ingresos, ya que representan casi un 25% de los ingresos totales del sistema bancario.

D.- PERSPECTIVAS

El análisis precedente es bastante claro en indicar que el fin del proceso de normalización financiera anunciado por las autoridades esta lejos de presagiar un panorama tranquilo para las instituciones del sistema bancario en términos de competencia y de necesaria creatividad en su gestión.

El rol del mercado en la decantación del mercado bancario no es una declaración lírica, sino que se desprende directamente de las modernizaciones contenidas en la nueva Ley de Bancos, al hacer estas instituciones más vulnerables en términos de riesgos futuros y al mismo tiempo, al entregarles más armas y herramientas para sobrevivir en la lucha al poder expandir sus operaciones financieras más allá del campo tradicional.

Cuando se dice que la banca futura deberá ser una banca tecnificada, no se quiere decir solamente que no podrán dar créditos relacionados, sino que debe ser una industria que debe justificar con mérito su gestión, su permanencia en el mercado. Con el fin del seguro estatal sobre los depósitos, una institución que comience a dar pérdidas, sufrirá corridas de depósitos que la obligarán a profundas modificaciones (fusión, adquisición por parte de otros inversionistas, etc.) o a cerrar sus puertas como tal.

El factor de ajuste es obviamente la expansión de los servicios financieros que puedan ir llenando el espacio que deberá dejar necesariamente la retirada del Banco Central como prestatario.

Para estos efectos, no se debe pensar solamente en el mercado tradicional de corto plazo. El crecimiento exponencial de las agencias de valores, el afianzamiento de los fondos mutuos, el creciente rol que se prevé en la emisión de deuda directa o capital como fuente de recursos financieros, el buen pie de los mercados bursátiles, el endeudamiento de largo plazo para proyectos, todo ello unido a una revolución tecnológica y sofisticación de los servicios financieros, hacen pensar que el mercado de capitales, lejos de estar copado, recién está comenzando a formarse en torno a un nuevo esquema y, en este esquema, la banca debería estar presente aunque debidamente preparada, capacitada y transformada.

La tendencia de la banca debiera ser la de buscar nuevos mercados, básicamente porque los requerimientos competitivos han quitado espacios de negocios a los bancos.

Al parecer así lo han entendido los bancos pues ha seguido destinando recursos a la constitución de nuevas empresas filiales. Es así que hasta diciembre de 1988 hay en funcionamiento 19 empresas filiales bancarias y 2 de apoyo al giro.

Parece probable que, en un medio de negocios en surgimiento semejante, las instituciones financieras que no sigan el camino de tratar de satisfacer a la mayor parte, sino a todas, las necesidades de servicios financieros de los consumidores, solo van a sobrevivir atendiendo a necesidades muy particulares de sus clientes. Habrá lugar todavía para entidades financieras que ofrezcan corretaje altamente especializado, seguros, moneda extranjera, asesoría y otros servicios; así mismo, tales entidades podrán seguir prosperando al suministrar servicio personal para regiones geográficas determinadas o para grupos de consumidores específicos.

Por supuesto, la elección estratégica de una entidad financiera en el sentido de satisfacer todas, o la mayor parte, de las necesidades financieras de los consumidores o, por el contrario especializarse en satisfacer solo algunas específicas dice relación a la filosofía de la compañía, las preferencias de los directivos, la auditoría de recursos, etc.. En todo caso, si la intención de una entidad financiera es el crecimiento la dirección de su esfuerzo debe ser la de lograr la primera alternativa de las nombradas.

Es claro que el éxito de una institución bancaria que se dedique a satisfacer las necesidades más amplias de sus clientes dependerá de si predominan las ventajas o las desventajas de su funcionamiento. Entre las ventajas se nombran las siguientes:

- ? El aprovechamiento de una serie de economías de escala al operar con una amplia gama de productos.
- ? La posibilidad de neutralizar fluctuaciones en sus ingresos con distintas áreas de negocios, compensando productos de baja rentabilidad con otros de alta.
- ? La factibilidad de ganar mercado ofreciendo a sus clientes un amplio espectro de servicios financieros.

Por el contrario, las desventajas del sistema ya nombrado son las siguientes:

- ? Intereses contrapuestos en las diferentes áreas que componen el banco. Este problema es el más difícil de resolver, puesto que, por la naturaleza de los negocios, hechos que son favorables, por ejemplo para la banca de inversión, pueden ser negativos para, por ejemplo, la banca comercial.
- ? Una calidad del servicio menor en relación al que ofrece un banco especializado.
- ? La dificultad que significa adiestrar personal y conseguir experiencia en operaciones de diversa índole.

Una consideración que se deduce de la anterior decisión es la estructura operacional a implementar. En este sentido, existe la disyuntiva de elegir entre un supermercado financiero, vale decir, una institución que pretende servir las necesidades financieras de sus clientes en su totalidad en un solo sitio; o elegir la estructura operacional de un conglomerado financiero, es decir, aquella institución que pretende hacer lo mismo pero mediante una combinación de muchas instituciones financieras separadas.

Las tendencias indican que en el plano financiero, 1989 será el año en que se mantendrán las grandes líneas observadas en 1988, con una trayectoria de las colocaciones similar a la del PGB. Sin embargo, estas tendencias solo se lograrán en la medida que el sistema financiero continúe dando muestras de un comportamiento eficiente como asignador de recursos, por cuanto en el mercado de créditos de empresas de primera línea, debe enfrentar la competencia de otros instrumentos de financiamiento. Por su parte, el volumen de inversiones debe

continuar contrayéndose, debido a la existencia de usos alternativos de mayor rentabilidad.

Por el lado de las fuentes de financiamiento se espera que, en el caso de los depósitos, su comportamiento este fuertemente influido por lo que suceda con los fondos de los inversionistas institucionales, en tanto que por el lado de los préstamos del Banco Central, dado que se conoce el calendario de amortizaciones de la línea de reprogramación, sus saldos mantendrán la trayectoria contractiva ya observada.

Por otra parte, se espera que 1989 sea un año igualmente interesante en materia de conversión de pagarés de la deuda externa, aunque posiblemente a fines de año los stocks de papeles sujetos de estas operaciones sean menores, afectándose de esta forma el descuento de los mismos. Finalmente, cabe esperar que se mantenga la tendencia contractiva en el nivel de endeudamiento bancario externo observado en 1988. A lo anterior se sumará seguramente, la mayor capitalización, puesto que actualmente los bancos tienen un nivel de leverage prácticamente copado. De lo contrario, la banca se vera obligada a orientarse hacia los negocios que no ocupen parte de este margen.

LA BANCA DE INVERSIONES

A.- INTRODUCCION.

La banca de inversiones ha tenido un desarrollo muy fuerte desde que fuera introducida en Chile por Citicorp a comienzos de esta década. Como se verá a continuación, esta desarrolla una amplia gama de actividades, que van desde la intermediación de valores hasta la operatoria de pagarés de deuda externa. Así, la banca de inversiones ha llegado a ser la tendencia hacia la cual se dirigen las instituciones financieras chilenas, al igual como lo hacen sus similares en los países desarrollados.

La banca de inversiones se especializa en el diseño técnico, aseguramiento y colocación de obligaciones y acciones emitidas por empresas en busca de financiación a través del mercado de capitales. Los tipos de operaciones que desarrolla esencialmente la banca de inversiones son:

- ? La asesoría económica y financiera en la estructuración y evaluación de un proyecto de inversión, y
- ? El desarrollo del campo de las funciones financieras, referidas especialmente a toda la actividad que dice relación con bonos y acciones.

El segundo punto requiere una mayor explicación, por ejemplo, una empresa que requiere el financiamiento, en lugar de recurrir a un crédito bancario, puede acudir en forma directa al mercado, para colocar en él bonos (títulos de deuda) o acciones (títulos de capital). En ambos casos, la empresa requiere de asistencia en la emisión y en la colocación de sus papeles, además de asesoría en cuanto al

momento propicio para hacerlo, la definición del mercado al que quiere llegar, y la forma de presentar una oferta atractiva.

Al realizar estas operaciones de financiamiento, el banco de inversiones puede comprar para sí los títulos emitidos por el acreedor, puede arreglar la operación de compraventa contactando uno o más inversionistas institucionales o puede actuar como el líder de un grupo de bancos de inversión que aportarán los fondos.

De este modo, los bancos de inversión cumplen una función de agentes del mercado primario para instrumentos financieros, que pueden ser desde acciones de una sociedad anónima hasta bonos de un gobierno extranjero.

Como una labor distinta, pero de la misma naturaleza que la anterior, los bancos de inversión utilizan sus canales de distribución y su conocimiento del mercado para colocar bloques de instrumentos que ya están circulando en el mercado. Es así que los bancos de inversión se transforman en partícipes e intermediarios del mercado secundario de instrumentos financieros.

Una tercera función del banco de inversiones es la de asesorar a empresas en el diseño de una estructura de capital apropiada. Es un campo en el que se incluyen también operaciones destinadas a solucionar problemas de financiamiento (hasta una posible sindicalización de créditos), readecuación activo-pasivo, o eventualmente, la liquidación de la firma.

En este punto, el banco de inversión también puede proveer servicios de asesoría en fusiones y adquisiciones. Esta es el área de las transferencias de propiedad: compra, venta y fusiones de empresas, activos o divisiones de ellas. En este caso, se identifican y evalúan las alternativas, se analiza exhaustivamente a las contrapartes, y se negocia en representación del cliente. Genéricamente, esta actividad corresponde a un corretaje de empresas.

Por último, otra actividad de los bancos de inversión consiste en prestar servicios en operaciones de carácter internacionales con los pagarés de deuda externa. En este caso, la labor de la institución consiste, por una parte, en asistir al inversionista en la búsqueda de papeles en el exterior y, por otra parte, identificar alternativas de inversión en el país. Luego, concretar el negocio, participando en todos los aspectos que ello involucra. En este tipo de operaciones está también incluido las operaciones en mercados futuros, tales como, futuros de monedas, de tasas de interés, etc. A través de estas, el cliente de la entidad puede cubrirse del riesgo de fluctuaciones en las paridades cambiarias, o de los peligros que encierra una deuda contraída con tasas de interés flotantes.

Otro servicio que ofrecen los bancos de inversión es la administración de inversiones de terceros. Esta función es idéntica a la que cumplen los departamentos de comisiones de confianza de los bancos comerciales.

En consecuencia, la actividad más atractiva para los bancos no es tanto la intermediación financiera o el "negocio de los intereses", sino los servicios financieros, que sirven como apoyo a las empresas en su obtención de fondos.

Para desarrollar con éxito las actividades de banca de inversión es más conveniente tener una estructura adecuada para ello (pocos e importantes clientes en lugar de una clientela mayor y de menor volumen de negocios) y, en relación a lo anterior, una mentalidad de su personal acorde con la implementación de esa estrategia.

B.- REGLAMENTACION

En Chile, hasta hace poco no existía la banca de inversiones como tal, en el sentido de que una sola institución realizaría la totalidad de las funciones ya descritas, como efectivamente sucede en la actualidad.

Tampoco podía un banco comercial desarrollar las funciones de banca de inversión, cosa que ahora resulta posible solo que con ciertas limitaciones.

Así, un banco comercial que en Chile desee ser también un banco de inversión puede desarrollar, según la normativa vigente, sólo una parte de las funciones como tal, el resto debe realizarlas mediante la creación de una sociedad filial como una agencia de valores, una empresa corredora de bolsa, una empresa de asesorías financieras, una AFM, una empresa de leasing, etc.

De esta manera, en Chile, han reaparecido los holdings bancarios, aunque a diferencia de los grupos que existieron antes de la crisis de comienzos de la década, los conglomerados actuales operan en un escenario con limitaciones precisas y con una rígida legislación.

Así, por ejemplo, según la SBIF la entidad bancaria debe participar como socio mayoritario de la filial. Además, el conglomerado es considerado como un grupo homogéneo vinculado al banco. El grupo tiene un límite máximo de préstamos provenientes de la empresa matriz, que equivale a un 5% del capital y reservas cuando sus créditos no están cubiertos por garantías reales y un 25% cuando sí lo están. Por el contrario, las sociedades filiales no pueden otorgar como garantía al banco en cuestión, sus propios bienes ni adquirir sus acciones.

C.- SITUACION ACTUAL

La banca de inversiones empezó en Chile antes de la crisis de 1982. Específicamente, sus orígenes estuvieron en 1981, cuando se dictó la legislación que creó las agencias de valores, que llegaron a llenar el vacío entre la banca comercial y los corredores de bolsa.

Entre los primeros en descubrir las oportunidades estuvieron Citibank, Bice Chile-Consult (la mitad de cuya propiedad pertenece a N. M. Rothshild de Londres) e Inverchile, que tiene cierto aporte de capital de la Corporación Financiera Internacional (la agencia del Banco Mundial).

A los primeros operadores les fue muy bien en el nuevo mercado que ayudaron a crear. Pero desde 1984 para adelante el número de participantes en dicho mercado ha crecido rápidamente y, por supuesto, las utilidades han bajado.

En la actualidad, los operadores deben, cada vez más, tomar posiciones ellos mismos, vale decir, que deben tener una base de capital sustancial y estar preparados para arriesgarlo en el mercado. De esta manera, los principales operadores son aquellos que tienen operaciones de gran tamaño, tanto en la bolsa como en su agencia de valores. Sobre esta base, los principales operadores son Citibank, Morgan Guaranty, I.M.Trust (asociado a Bankers Trust), Larraín Vial (Corredores de bolsa), Inverchile, etc.

El otro lado del negocio es la asesoría financiera, que va desde la renegociación de deudas de las empresas, hasta encontrar para ellas un socio extranjero; también, montar operaciones de leasing y encontrar oportunidades de inversión. Un ranking en esta área es virtualmente imposible, ya que la mayoría de los bancos operan por medio de empresas cerradas cuyos resultados no son públicos. Un ejemplo de dichas empresas es Santiago S.A. Servicios y Asesorías Financieras, de propiedad del banco de Santiago. Esta es la primera sociedad de servicios y asesorías financieras, complementaria al giro bancario, autorizada por la SBIF, en el marco de la nueva Ley de Bancos. En esta misma línea de negocios esta Banchile Asesorías Financieras, Midland Servicios Financieros Chile y Socimer Austral.

Recientemente se anunció que iniciará sus operaciones en octubre de este año, Santander Merchant Bank, filial del banco Español Chile, el cual operará en el área de las finanzas corporativas y en la intermediación de deuda, así como en la asesoría a inversionistas extranjeros.

Algunas empresas han desarrollado una capacidad en áreas específicas. Asset-Chile, por ejemplo, cuyos dueños y administradores son el ex-ministro de Minería, José Piñera, y el ex-ejecutivo de Morgan Grenfell, David Gallaher, se ha especializado en conversiones de deuda en capital para inversionistas extranjeros. Asesoraron, se dice, en alrededor del 40% de los US \$725 millones en operaciones concretados el año 1987.

Bice Chile-Consult es un especialista en el refinanciamiento de proyectos. Reunió el paquete financiero para un proyecto de US \$300 millones para Allied Signal, y está afinando los últimos detalles del paquete de US \$1.100 millones para el proyecto de la mina de cobre La Escondida.

Durante 1988, los bancos ganaron un total de \$29.681 millones por concepto de operaciones de rescate de deuda externa básicamente Capítulo XIX. La cifra fue equivalente al 30% de los excedentes generados por el sistema financiero en su conjunto. Estas cifras se comparan favorablemente, en términos nominales, con las de 1987, en que fueron de \$29.700 millones y 36% respectivamente.

En 1987, el banco más activo en operaciones de capitalización mediante el Capítulo XVIII fue el de Santiago, que consignó ingresos por \$4.165 millones. Lo siguió muy de cerca el Banco de Chile con \$4.160 millones. Otro banco que realizó operaciones por un volumen significativo fue el del Estado con \$1.936 millones. El Sudamericano, por su parte, alcanzó ingresos por dicho concepto por \$1.822 millones. Entre las instituciones extranjeras destaco Citibank con \$504 millones, Chase con \$419 millones y American Express con \$153 millones.

De acuerdo a las cifras publicadas al 31 de enero de 1988, las operaciones de capitalización mediante las normas del Capítulo XVIII alcanzaron a US \$1.380 millones, de los cuales US \$636 millones corresponde a deudas del sector privado financiero. El monto total de operaciones de rescate de deuda, por su parte, alcanzó a dicha fecha US \$3.487 millones, cifra que incluye US \$964 millones en operaciones Capítulo XIX, US \$233 millones del DL 600 y US \$68 millones por canje de cartera.

En 1988, por su parte, los ingresos totales del sistema financiero por las operaciones de capitalización mediante las normas del Capítulo XVIII alcanzaron a \$6954 millones. Destacando en este sentido, el banco de A. Edwards con operaciones por \$1.403 millones, Citibank \$757 millones, Bank of New York \$747, Hong Kong \$513 millones, Colombia \$630 millones, Pacifico \$629 millones y BICE por \$631 millones.

Pero existen pocas lealtades, vale decir, tales posiciones pueden cambiar rápidamente. La mayoría de los clientes, las empresas extranjeras y las empresas nacionales de rango medio y alto, buscan las mejores oportunidades para cada transacción. Ven en este mercado un mecanismo para conseguir capital, y/o hacer buenas inversiones, y están interesadas en un consejero con buena información y contactos que pueda asesorarlos.

Las comisiones van desde US \$30.000 hacia arriba. La regla básica, parece ser, que el banco cobrará un 5% del primer millón de cualquier negocio, 4% en el próximo y así sucesivamente.

Otra área de negocios, que en este trabajo se muestra en forma separada, es la de las empresas de inversiones internacionales.

C.- PERSPECTIVAS

La banca de inversiones ha llegado para quedarse. Las tendencias actuales en los mercados financieros demuestran la necesaria evolución de las empresas financieras tradicionales (bancos comerciales) hacia la banca de inversiones. Entre otras cosas por su importancia como fuente de utilidades.

En Chile se presentan nuevas y atractivas oportunidades que deben ser aprovechadas. Entre ellas están la operatoria de conversión de deuda por capital, experiencia que puede ser exportada a otros países de Latinoamérica; los amplios mercados que se le abren al financiamiento por leasing; el renacimiento y consolidación de los fondos mutuos; el buen pie de las operaciones de valores y bolsa; etc.

Por otro lado, la posibilidad de que Chile se acerque cada vez más a los mercados internacionales de capital abre posibilidades insospechadas a la banca de inversión en Chile.

Así, se cree que en el mercado nacional se traducirán las tendencias observadas en los mercados de capitales más desarrollados. Esto es, se producirá un proceso de internacionalización de los mercados financieros, un fortalecimiento de los inversionistas institucionales, un proceso de securitización de instrumentos de deuda, un fortalecimiento de la labor financiera a nivel de empresa y se producirán mayores niveles de competencia en los distintos mercados.

En este contexto se concluye que existen muy buenas posibilidades de desarrollo para las actividades de la banca de inversiones.

LOS AGENTES DE VALORES Y LOS CORREDORES DE BOLSA

A.- INTRODUCCION

Aunque la creación de un espacio legal para su funcionamiento data desde octubre de 1981, cuando fue dictada la Ley del Mercado de Valores, fue solo a partir de 1984 cuando los agentes de valores adquirieron real auge en Chile.

Su presencia implica una innovación a través de una modalidad que reúne negocios, muchos de los cuales estaban siendo desatendidos por los sistemas tradicionales. Concretamente, el responder a necesidades hasta ese entonces virtualmente insatisfechas, fue convirtiendo a los agentes de valores en una buena alternativa de inversión a corto plazo.

Anteriormente, todas las cuentas corrientes de los bancos devengaban un interés por el monto de los dineros depositados. La Ley de Bancos introdujo más tarde modificaciones que suprimieron dicha garantía. Este cambio en las reglas del juego dejó a muchas empresas con excedentes de fondos inactivos, espacio que

vinieron a ocupar los agentes de valores que captaron esos recursos por un promedio de tiempo de 5 o 6 días, a lo sumo.

La toma de posiciones (comprar, mantener y vender) es la principal actividad de los agentes de valores. Ahí radica su función específica, dar liquidez a títulos de largo plazo, facilitando la intermediación en períodos cortos, de 2 a 30 días, a través de la compra y venta de instrumentos.

Dentro de la misma línea, las agencias de valores pueden desempeñar también una función de más largo plazo, consistente en ofrecer a las empresas la alternativa de financiar sus proyectos a través de la emisión de instrumentos financieros, que podrían ser más atractivos que un crédito bancario.

Su giro está definido como encargado de la intermediación de documentos, de la asesoría financiera o "especies de bancos" que captan dinero del público y entregan un documento como garantía, que se comprometen a devolver en cierto plazo de tiempo. Estas son las llamadas operaciones de compromiso (de retro-compra o de retroventa).

Una operación de venta con pacto de retro-compra es una venta que contiene la cláusula por la cual el vendedor se reserva el derecho de volver a comprar, en un plazo acordado por las partes, lo que ha vendido. Con la condición de rembolsar al término del plazo no solo el monto de la compra, sino los intereses y todos los gastos de la operación.

Operan tanto en el mercado primario, haciendo colocaciones, como en el secundario, haciendo intermediaciones. Simultáneamente, pueden operar por cuenta propia o por cuenta de terceros.

Entre otras operaciones cabe destacar las operaciones con pagarés de deuda externa, las transacciones de empresas y el desarrollo de productos para coberturas de riesgo. También se ocupan de la administración de carteras, pudiendo cumplir tareas como el cobro de dividendos e intereses y la representación del cliente en la junta de accionistas.

Además de lo anterior, estas empresas brindan los servicios de sindicalización de créditos, seguros de cambio, seguros de tasas de interés, seguros contra oscilación de monedas. Tienen además, una cartera de empresas en venta y un directorio de inversionistas interesados en diversos activos o empresas, etc.

Uno de los factores que han contribuido a su proliferación son los requisitos exigidos para su establecimiento. Fuera de una garantía de 4.000 UF (en la forma de un depósito, una póliza de seguros o bienes de fácil liquidación), deben reunir un patrimonio mínimo de solo 6.000 UF si se dedican exclusivamente a la intermediación, o de 14.000 UF si además desean operar por cuenta propia, es decir, tomar posiciones.

Dado que el corredor de bolsa, independientemente de las exigencias internas de esta institución bursátil, se rige también por la Ley de Valores y por las disposiciones emanadas de la SVS, las diferencias con el agente de valores son prácticamente mínimas.

Sin embargo, el operar unos en la Bolsa y los otros en sus respectivas oficinas, determina las principales características que los definen. El corredor de bolsa actúa en la rueda, tanto con instrumentos de renta fija como con acciones, o instrumentos de renta variable. El segundo, en cambio, opera solo con instrumentos de renta fija y tienen acceso solo a la compra o venta de acciones cuando se trata de emisiones nuevas o correspondientes a empresas del Estado, por un plazo de 180 días.

En todo caso, según las últimas modificaciones legales, el agente de valores realizará las mismas operaciones que el corredor de bolsa en la medida que cumpla con las condiciones impuestas por la SVS.

B.- REGLAMENTACION

En Octubre de 1981, se publicó en el Diario Oficial la Ley de Mercado de Valores. A dicha ley quedan sometidas la oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios, los que comprenden las bolsas de valores, los corredores de bolsa y los agentes de valores; los emisores de instrumentos de oferta pública y los mercados secundarios de dichos valores dentro y fuera de las bolsas, aplicándose este cuerpo legal a todas aquellas transacciones de valores que tengan su origen en oferta pública de los mismos o que se efectúen con intermediación por parte de corredores o agentes de valores. Asimismo, esta ley norma el mercado de acciones de las sociedades anónimas abiertas.

Para los efectos de esta ley, se entenderá por valores cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.

Además, se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este. Solo podrá hacerse oferta pública de valores cuando estos, y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores, que para tal efecto llevará la SVS, quien es la encargada de vigilar el cumplimiento de las disposiciones de la presente ley.

La inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta. Entendiéndose por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones de inversión.

Una de las partes más importantes de la ley es la organización que establece para el mercado secundario de valores y la distinción que hace entre los agentes que participan en el mercado.

Con respecto al mercado secundario lo divide de la siguiente manera:

- ? Todas las acciones que de acuerdo a la ley deban registrarse en el Registro de Valores deben también registrarse en una bolsa de valores.
- ? Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro de Valores no podrán ser cotizadas ni transadas diariamente en bolsa. Asimismo, los agentes de valores no podrán participar en la intermediación de estos valores y los corredores de bolsa solo podrán hacerlo en la forma dispuesta en la ley.
- ? Las acciones inscritas en el Registro de Valores solo podrán ser intermediadas por los corredores de bolsa, en la rueda de la bolsa que sean miembros. Sin perjuicio de lo anterior, los corredores de bolsa y los agentes de valores que participen en una oferta pública de acciones de una nueva emisión podrán efectuar fuera de bolsa las transacciones necesarias para llevar adelante la oferta, hasta por un plazo de 180 días.
- ? Otros valores distintos de las acciones que estén inscritos en el Registro, podrán ser intermediados por cualquier corredor de bolsa o agente de valores registrados en la SVS, o por los bancos y sociedades financieras, de acuerdo a sus facultades legales. Las transacciones de estos valores podrán efectuarse dentro de las bolsas, por corredores de bolsa, solo cuando hayan sido aceptados a cotización por la bolsa respectiva.

Con respecto a los agentes que participan en el mercado, la ley establece que son intermediarios de valores las personas naturales o jurídicas que se dediquen a las operaciones de corretaje de valores.

Cumplidas las exigencias técnicas y patrimoniales que esta ley establece y las que la SVS determine mediante normas de aplicación general, dichas personas podrán dedicarse también a la compra o venta de valores por cuenta propia con ánimo de transferir derechos sobre los mismos, siempre y cuando cuenten con la autorización expresa del cliente.

Los intermediarios que actúan como miembros de una bolsa de valores se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera, agentes de valores.

Finalmente, la ley define a las bolsas de valores como entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizarse eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley.

Las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y las de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de lograr la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

Del mismo modo, los agentes de valores podrán formar asociaciones, mediante la constitución de corporaciones de derecho privado, con el objeto de facilitar el desarrollo de sus operaciones de intermediación y de asegurar el cumplimiento por parte de sus miembros de las disposiciones que establece la ley.

Por último, la ley establece que las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación de valores serán libres.

C.- SITUACION ACTUAL

En 1987, se produjo un avance sustancial en el mercado financiero chileno, cuando, por una parte, en julio de dicho año el Banco Central decidió permitir que los agentes de valores pudieran ser considerados como mercado secundario formal, situación que hasta esa fecha constituía una característica exclusiva de la Bolsa de Comercio de Santiago. Por otra parte, en diciembre de ese año, el Ministerio del Trabajo dispuso que los agentes de valores fueran designados como mercado primario formal, con lo cual se puso término a la exclusividad que tenían bancos y sociedades financieras.

La determinación de la autoridad significa que las AFP, que a mediados de 1987 representaban el 70% de las transacciones totales realizadas en el mercado financiero, van a tener más alternativas para poder efectuar sus operaciones de compra y venta de instrumentos financieros.

Con tales modificaciones, se puso término a una situación que afectaba a los agentes de valores, cuyo único giro es la intermediación de valores y que no podían operar con las AFP, porque estas estaban obligadas a hacerlo a través de la Bolsa de Comercio de Santiago, y tampoco podían participar en las licitaciones del Banco Central, que es el más importante emisor de nuevos instrumentos de deuda, porque esta estaba circunscrita a los bancos y sociedades financieras. En consecuencia, los agentes de valores, que son intermediarios, debían recurrir a otro intermediador para acceder a la licitación de documentos referida.

Además de tales modificaciones en la legislación del sector, se produjo en 1988 otro hecho de importancia cuando en abril de ese año se reabrió la Bolsa de Corredores de Valparaíso. Para el mercado chileno de capitales, lo conseguido por los agentes de valores y los corredores de bolsa de Valparaíso es muy importante, ya que se traducirá en una mayor competencia, mayor eficiencia, mayor transparencia y en una reducción de costos, que redundará obviamente en mayores beneficios para los Fondos de Pensiones.

Para desarrollar sus nuevas funciones la Asociación de Agentes de Valores tiene un proyecto en marcha para crear una bolsa de valores, que operará en forma paralela a las que actualmente existen en Santiago y Valparaíso. De hecho, la SVS autorizó definitivamente la nueva bolsa de valores, la que se denominará "Bolsa de Valores de Chile".

La principal característica de la nueva bolsa, que se espera comenzará a operar en el último trimestre del presente año, es que será totalmente electrónica, en la cual la concurrencia de compradores y vendedores en el mercado se dará por medios electrónicos computacionales y no solamente por la forma tradicional de la presencia física.

En términos generales, el sistema de transacción electrónica consiste en que cada operador cuenta con un terminal de computación incorporado a la red, a través del cual se pueden insertar órdenes de compra y/o venta de instrumentos. Además, los terminales proveen información instantánea y simultánea a todas las personas que estuvieran operando en ese mercado.

Personeros de la Asociación de Agentes de Valores señalan que la nueva bolsa esta llamada a constituirse en uno o el principal mercado de papeles y valores en Chile, debido a que el monto transado por los agentes de valores supera en general, en gran medida el monto transado por los corredores de bolsa, en Chile. Esperan asimismo, tener una gran capacidad de innovación en materia de instrumentos y servicios financieros, de manera de ir satisfaciendo las crecientes necesidades del mercado.

Como una forma de reaccionar ante la iniciativa de los agentes de valores y como una manera de tratar de salvaguardar la posición de privilegio que hasta hoy mantienen, pero que pelagra por las modificaciones legales ya mencionadas, la Bolsa de Comercio de Santiago creo un sistema de transacciones electrónicas de instrumentos de renta fija e intermediación financiera. Tal iniciativa ya comenzó a operar plenamente el 1o. de enero pasado.

Además, la Bolsa de Comercio, al igual como lo hizo la Asociación de Agentes de Valores con su propio sistema, extendió una invitación a los bancos y entidades financieras para que se incorporen a su sistema electrónico. Los bancos son importantes emisores de instrumentos de renta fija y de intermediación financiera, así como también son importantes compradores.

Se debe recordar que el Comité Ejecutivo del Banco Central dictó, a fines de noviembre de 1984, un acuerdo por el cual se reconoce como "mercado secundario formal" a bancos e instituciones financieras, con lo cual se les permitió transar los títulos y valores de inversión de fondos de pensiones.

Paralelamente, la Bolsa de Comercio informó que estaba estudiando la posibilidad de eliminar de los estatutos sociales el artículo que impide a los corredores

vinculados a bancos o sociedades financieras usar la razón social de estos y los distintivos con los cuales son conocidos en el mercado.

Aproximadamente siete bancos cuentan en este momento con acciones de la Bolsa de Comercio, lo que les permite actuar como corredores. Entre estos se cuenta a los bancos de A. Edwards, Chile, Bice, Boston, Security y Citibank. Sin embargo, solo tienen corredora de bolsa en funciones los bancos Edwards, Bice, Citibank y Security Pacific.

La Bolsa de Comercio esta empeñada en perfeccionar el sistema de intermediación de instrumentos de deuda, de manera de hacerlo más ágil y expedito y en el que participe la mayor cantidad posible de agentes.

Por su parte, la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras inicio el estudio de las operaciones de mercados electrónicos de transacciones de instrumentos de capital (acciones) y de deuda (bonos), de modo de resolver si se incorpora el esquema que están montando los agentes de valores, opta por el que ya esta en funciones en la Bolsa de Comercio o crea un tercer proyecto.

De acuerdo a los antecedentes con que se cuenta, el mercado financiero chileno deberá experimentar en los próximos años un importante crecimiento, que requiere de la modernización de los sistemas actualmente en uso. De allí la relevancia de las decisiones que deberán adoptar los bancos.

Cabe indicar que los bancos tienen actualmente operando, desde fines de 1987, un sistema de comunicación computacional, el que podría ser la base del sistema de transacciones electrónicas. Los bancos tienen pantallas comunicadas a un computador central. Dicho sistema tiene un esquema de desarrollo que considera transacciones de mesas de dinero y que podría ser utilizado para dar vida a un mercado formal de instrumentos de inversión de renta fija.

Sin embargo, ejecutivos del sistema bancario destacaron que lo más razonable es que haya un solo sistema, puesto que aún cuando pudieran existir varios en el país, las normas establecen que deben estar intercomunicados de modo de constituir un solo mercado.

Actualmente, como ya se menciona, varios bancos cuentan con agencias de valores filiales, y también varios tienen, como empresas de apoyo al giro central, oficinas de corretaje de acciones. De este modo, un tercer proyecto de los bancos, más que permitir un óptimo uso de los recursos y buen funcionamiento, lo haría más complejo.

Por su parte, la autoridad económica pretende dejar claras algunas cosas. Así, se modificó la ley de bancos de manera de incorporar en el texto la posibilidad de que los bancos creen empresas filiales corredores de bolsa. Actualmente, esto se podía hacer en virtud de una interpretación de la legislación bancaria. Ahora, el legislador resolvió dejarlo en forma explícita.

En los primeros días de enero de 1989, comenzó a operar oficialmente el remate electrónico de instrumentos de renta fija y de intermediación financiera implementado por la Bolsa de Comercio de Santiago.

El sistema logra así la integración de todos los intermediarios del mercado de valores chileno, pues participan en él, los corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago, los bancos, las instituciones financieras, los inversionistas institucionales y los agentes de valores, además de las AFP, las que se incorporaron en febrero.

Finalmente, en los próximos meses comenzará a operar la Bolsa de Valores de Chile, la cual pretende ganar un 30% del mercado, lo que no significa necesariamente restárselo a la competencia. La idea es hacer crecer el mercado. Cabe recordar que los agentes de valores, solo en renta fija, actualmente operan recursos 2,3 veces superiores a los que maneja la Bolsa de Comercio.

La nueva bolsa esta formada por 23 agentes de valores y están incorporados a ella como operadores directos nueve bancos comerciales, entre ellos, Chile, Edwards, Citibank, Santiago, Crédito, NMB Bank Chile, Sudamericano, Español y Estado. Aunque estas cifras se pretenden ampliar.

D.- PERSPECTIVAS

La competencia entre los corredores de bolsa y los agentes de valores continuará en el futuro cercano a pesar de que estos últimos se tendrán que transformar en corredores de bolsa para operar en la Bolsa de Valores de Chile. Sin embargo, en el fondo la lucha es entre las dos bolsas.

En respuesta a la próxima inauguración de la bolsa de valores de los agentes de valores, la Bolsa de Comercio implementará una serie de medidas para mejorar sus servicios y su posición competitiva.

Existen tres proyectos que permitirán expandir el mercado bursátil y que se supone comenzarán a funcionar este año.

El primero de ellos son los mercados a futuro y los de opciones, que ya están operativamente listos y se iniciarán en cuanto sea posible. De hecho, ya esta presentado a la SVS un proyecto para definir la estructura de propiedad de una cámara de compensación que actuará como órgano centralizador de las operaciones y cuyo capital se estima será de \$500 millones. Dicho mercado tiene contemplado comenzar sus operaciones con futuros-dólar, futuros de tasas de interés, futuros de índices de precios de acciones y futuros de UF. También se contempla la implementación de opciones en acciones y opciones en índices de acciones.

Segundo, ya se esta en conversaciones con el Banco Central para desarrollar una licitación electrónica de papeles manejados por esta institución.

Por último, se esta implementando junto a Citibank, una custodia nacional de valores (la legislación al respecto se tramita en el Poder Legislativo) que custodiará todos los valores de Chile, con la compensación física y financiera de las transacciones hecha enteramente por medios electrónicos.

En cuanto a la evolución del mercado, se espera que este tenga un crecimiento sostenido. Los factores que justifican dicha afirmación son varios. Entre ellos esta el hecho de que solo el sector exportador requerirá en el mediano plazo inversiones superiores a US \$10 billones. En el período 1988-1992 el sector agrícola necesitará realizar inversiones por US \$3.294 millones, el industrial por US \$5.034 millones y el minero por US \$2.380 millones. Como contrapartida, instituciones tales como fondos de pensiones, compañías de seguros de vida, fondos de inversión y fondos mutuos necesitarán de instrumentos en los cuales invertir su dinero.

LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES

A.- INTRODUCCION

A fines de los años 1970s, el gobierno reformó el sistema previsional existente en el país. Este se basaba en el pasado, en un sistema de reparto en el cual los fondos disponibles por la contribuciones de los imponentes se distribuían en el financiamiento de los beneficios de los pensionados en el mismo período, sin que existiera ninguna relación entre el esfuerzo de ahorro previsional de una generación y los beneficios que posteriormente obtendría. Esta característica eliminaba los eventuales incentivos para que los cotizantes hicieran sus imposiciones debidamente, lo cual significaba, además de pensiones exiguas, un progresivo déficit del sistema.

En el sistema actual los trabajadores efectúan un ahorro previsional en alguna de las instituciones privadas para estos efectos (AFP), y obtienen beneficios que son el resultado directo y establecido de la capitalización de esos fondos. Así son los mismos imponentes los que cautelan la rentabilidad de los usos en que se emplean sus cotizaciones a través de la libre elección que realizan entre las instituciones privadas de pensión, asegurándose así la eficiencia de este proceso.

El sistema actual permite a las instituciones privadas de previsión, denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), la inversión en títulos y valores del Banco Central y de la Tesorería, en captaciones del sistema financiero, en títulos garantizados por este en bonos de empresas públicas y privadas, en cuotas de otros fondos de pensiones y en acciones de sociedades anónimas abiertas, de un determinado nivel de riesgo. Todos valores del mercado nacional. Esta inversión esta sujeta a ciertos límites y márgenes a fin de preservar

características de seguridad y estabilidad en las carteras, pero entrega a estas instituciones las posibilidades de diversificación en un amplio espectro de activos.

Además, la ley obliga y hace responsable a cada AFP de que el fondo que ella maneja obtenga una rentabilidad mínima determinada en relación a las rentabilidades obtenidas por las otras AFP.

Para estas labores las AFP exigen una remuneración a los dueños de los fondos, es decir, de los afiliados y específicamente a aquellos trabajadores que se encuentran cotizando y que por lo tanto tienen empleo.

Estas comisiones se han cobrado sobre las remuneraciones imponibles (fijas en pesos y porcentuales) y también sobre el saldo acumulado de cada cotizante, habiendo variado en el tiempo las combinaciones exigidas por las diversas AFP, así como los montos de estas.

B.- REGLAMENTACION

El DL 3500 de 1980 creó un sistema de pensiones derivado de la capitalización individual. La afiliación al sistema por parte de los trabajadores es única y permanente, subsiste durante toda la vida del afiliado. Los trabajadores afiliados al sistema están obligados a cotizar en una cuenta de capitalización individual, abierta para tal efecto en una AFP, el 10% de sus remuneraciones, y un porcentaje adicional para financiar un seguro de invalidez y sobre vivencia. Tendrán derecho a pensión de vejez los afiliados que hayan cumplido 65 años de edad si son hombres, y 60 años de edad si son mujeres, salvo que el monto de sus ahorros le permitiera jubilar antes con una pensión mínima determinada por ley.

Las AFP son sociedades anónimas que tendrán como objeto exclusivo administrar un y solo un fondo de pensiones. Las AFP recaudarán las cotizaciones correspondientes, las abonarán en las cuentas de capitalización individual de los respectivos afiliados e invertirán dichos recursos de acuerdo a lo que dispone la ley. El capital mínimo para la formación de una AFP será el equivalente a 5.000 UF en dinero efectivo, que deberá encontrarse suscrito y pagado al tiempo de otorgarse la escritura social.

Las AFP tendrán derecho a una retribución establecida sobre la base de comisiones de cargo de los afiliados, las que serán deducidas de las respectivas cuentas individuales. Las comisiones serán establecidas libremente por cada AFP, con carácter uniforme para sus afiliados.

Cada AFP será responsable que el fondo genere una rentabilidad promedio mensual mínima que deberá ser igual a la que resulte inferior entre: la rentabilidad promedio de todos los fondos, menos 2 puntos; y, el 50% de la rentabilidad promedio mensual de todos los fondos. Los títulos del fondo deberán ser

invertidos en la adquisición de activos claramente determinados por la ley. Además, todas las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de un fondo de pensiones deberán hacerse en un mercado secundario formal.

Por otra parte, la autoridad modifico, el 29 de agosto de 1987, el DL 3500 para permitir la operación de Cuentas de Ahorro Voluntario (CAV). En ellas cada trabajador puede efectuar, voluntariamente, depósitos que serán abonados a una cuenta personal, la cual será independiente de su cuenta de capitalización individual. Para estos efectos, el trabajador debe indicar al empleador el monto que destinará a su CAV, el que será retenido del sueldo y enterado en las AFP conjuntamente con las cotizaciones legales. Estos depósitos no tendrán el carácter de cotización previsional para los fines de la Ley de Impuesto a la Renta. Los afiliados podrán efectuar hasta cuatro retiros al año con cargo a su CAV, los que serán de libre disponibilidad. Las AFP pueden establecer una comisión por la administración de las CAV, las que solo podrán gravar los retiros que efectúe el afiliado. Esta comisión solo podrá establecerse como una suma fija por cada giro, y debe ser uniforme para todos los afiliados titulares de dichas cuentas.

Los retiros que se efectúen desde la CAV estarán afectos a un impuesto especial y único, cuya tasa será la que resulta de aplicar la tasa anual de Impuesto Global Complementario al 10% del monto total de la cuenta. La tasa de impuesto así determinada se aplicará al monto de cada retiro. Esto significa que, aquellas cuentas de un monto no superior a \$8 millones estarán exentas de este impuesto. Los afiliados podrán traspasar parte o el total del saldo de su CAV a su cuenta de capitalización, con el objeto de incrementar su pensión o de reunir el capital necesario para una jubilación anticipada.

A diciembre de 1988, estaban operando 97.695 CAV y otras 37.000 tenían orden de apertura, sumando un total de casi 135.000, al cumplirse un año de la puesta en marcha del sistema, totalizando alrededor de \$3.000 millones en fondos acumulados en ellas. Ahora, se esta analizando un proyecto de ley que permita destinar al ahorro para la vivienda, los fondos acumulados en la CAV.

Finalmente, en mayo de este año, se modificó el DL 3500 ampliándose las posibilidades de inversión de las AFP.

Los recursos del fondo, sin perjuicio de los depósitos en cuenta corriente, deberán ser invertidos en : títulos emitidos por la Tesorería o el Banco Central y letras de créditos emitidas por SERVIU; captaciones de las instituciones financieras o títulos garantizadas por estas o letras de créditos emitidas por estas; bonos de empresas públicas o privadas; cuotas de otros fondos de pensiones; acciones de sociedades anónimas abiertas o inmobiliarias abiertas aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Además de lo anterior, los recursos no podrán ser invertidos en acciones de AFP, de compañías de seguros de vida ni de AFM. Tampoco las inversiones hechas en

cuotas de otros fondos no podrán exceder del 5% del valor total del fondo inversionista.

Las inversiones con recursos de un fondo en acciones ordinarias o preferidas de una sociedad de las señaladas no podrán exceder de la cantidad menor entre el producto del factor de concentración y el 7% del total de las acciones suscritas de dichas sociedades y el producto del factor de concentración y el 7% del valor total del respectivo fondo.

C.- SITUACION ACTUAL

Cuando se aprobó el proyecto de ley que propuso permitir a los sindicatos de trabajadores crear sus propias AFP, sin que para ello necesiten de la formación de una entidad paralela, como tuvieron que hacerlo Cuprum y Magíster, se produjo un vuelco en el manejo de las AFP, que incidirá fuertemente en el mercado de las mismas.

El proyecto nació a petición de los trabajadores de Chilectra, Endesa y Entel, los cuales tenían el mismo interés en seguir los pasos de sus congéneres del Banco del Estado, quienes en 1985 crearon la AFP Protección.

La aprobación del proyecto fue muy polémica porque mientras algunos defendían la tesis de que los sindicatos pueden mantener actividades económicas y que es bueno permitirseles sin tener que obligarlos a fundar entidades paralelas, porque es una artificialidad, otros preferían dejarlos al margen de cualquier tipo de quehacer ajeno a las negociaciones por sus niveles de remuneraciones.

Tampoco este proyecto gustó mucho al resto de las AFP, las que ya se habían manifestado en desacuerdo por la creación de Protección. Afirman, al respecto, que hay tras ella un subsidio estatal implícito, el que, a la larga, podría arrastrar hacia estas organizaciones a la mayoría de los afiliados, en una competencia que estiman algo desleal.

Además, según fuentes del sector, la creación de AFP manejadas por los propios trabajadores tiene ventajas y desventajas. Por una parte, exhiben la clara ventaja de que los trabajadores las sienten como suyas y ello les da una mayor estabilidad en el tiempo. Pero, por otro lado, también tienen una contrapartida seria, que ha sido claramente demostrada con los acontecimientos que se produjeron en Cuprum y Magíster.

En Cuprum, los problemas se remontan a 1982, año en que hubo una serie de intercambios de dinero, no aclarados del todo, entre ANSCO, la Asociación Nacional de Supervisores del Cobre, y la administración de la AFP, que terminó con la renuncia del gerente general y parte del directorio de esta última.

En el caso de Magíster, el cambio en la directiva del Colegio de Profesores a comienzos de 1986, provocó una serie de hechos nada comunes en la AFP. La plana directiva en ese momento, nombrada por la saliente administradora del colegio, habría subido sus remuneraciones a cifras elevadas y también el monto de las indemnizaciones, a la espera de ser removidos de sus cargos.

Este tipo de hechos son los que algunos tratan de prevenir cuando rechazan la creación de AFP por sindicatos, las que se ven envueltas en las políticas de sus directivas nacionales. Pero tampoco puede desconocerse que otras AFP manejadas por empresas privadas también han debido sortear numerosos problemas.

En líneas generales, el sistema es muy estable y no se aprecian mayores problemas en el futuro. Mucho menos desde que importantes entidades extranjeras compraron parte de la propiedad de algunas de las AFP (Santa María, Provida y Unión), otorgando una mayor seguridad a los afiliados.

La tendencia hacia las AFP sindicales, se veía reforzada en 1988 cuando dos nuevas AFP entrarían en funcionamiento. La primera denominada Fomenta, que agruparía a trabajadores de Endesa, CORFO, CTC, Chilectra y Entel; y la segunda, Futuro, que agruparía a sindicatos afiliados a la Confederación Bancaria. Sin embargo, solo Futuro lo hizo, en agosto de ese año.

Los objetivos de ambas organizaciones eran comunes. Entre ellos se contaba el propender a una previsión que ofrezca a sus afiliados las comisiones más bajas del mercado, así como la obtención de ganancias adicionales a los trabajadores accionistas a través de las utilidades que reciben las respectivas sociedades de inversión.

Asimismo, en el caso de AFP Fomenta, era también un objetivo importante el mantener el porcentaje accionario que hoy tienen los trabajadores en las distintas empresas, a través de la compra de títulos a quienes deseen deshacerse de ellos. Otra ventaja es el bajo costo de administración que tendrían estas AFP, dados que los cotizantes estarían agrupados en pocas empresas que habitualmente remesan los fondos respectivos con puntualidad.

Respecto del hecho que, por exigirlo así la ley, estas instituciones tendrían el carácter de abiertas a cotizantes de terceras empresas, se indicó que no era la intención el disputar el mercado a las otras AFP, ya que la operación se fundaba en los asociados a los sindicatos que estaban participando en la creación de esas AFP.

En fuentes vinculadas a la organización de Fomenta se indicó que esa era una iniciativa exclusiva de los trabajadores de las empresas involucradas, sin participación alguna de las administraciones de las mismas. El capital inicial de la AFP sería del orden de las 28.000 UF y partiría con alrededor de 7.500 afiliados.

En lo que respecta a Futuro, se indicó que su creación era fruto de un acuerdo de un congreso de la Confederación de Sindicatos de Trabajadores de Empresas Bancarias.

En ese marco, los distintos sindicatos que conforman la confederación crearon una sociedad de inversiones denominada "Solidaridad Laboral S.A.", la cual, junto a un grupo de dirigentes sindicales de las distintas organizaciones, constituyó la sociedad anónima que es propietaria de la AFP.

Se estimaba que Futuro, contaría a fines de 1988 con entre 3.000 a 4000 afiliados, para llegar a mediados de 1989, a 7.500 afiliados, cantidad definida como óptima para el proyecto. El capital inicial sería de 5.200 UF, el que se incrementaría a 10.000 UF de fines de 1988, siendo el capital estipulado para la sociedad de 15.000 UF. Concretamente, la AFP obtuvo solo 2051 afiliados a diciembre de 1988, lo que muestra que el mercado es bastante competitivo y que esta siendo servido en una forma eficiente.

Al analizar la estructura de propiedad de las AFP, se detecta que por lo menos 5 AFP que reúnen el 21% de los afiliados y el 26% de los fondos de pensiones son controlados mayoritariamente por grupos de trabajadores y organizaciones gremiales.

De hecho, de las 13 AFP que existen actualmente, 6 están relacionadas directamente a grupos organizados de carácter laboral o gremial. Ellas son: Cuprum (de los trabajadores del cobre); Magíster (de los profesores); El Libertador (de los de Cap); Protección (de los del banco del Estado); Futuro (de la Confederación Bancaria) y Unión (a la que se incorporaron los trabajadores de Soquimich a través de una tercera sociedad).

Ahora último, se ha anunciado que se creará una AFP a partir de la Caja Bancaria, cuyo nombre de fantasía será Bannuestra. En la iniciativa participan los trabajadores y la administración de la Caja Bancaria de pensiones, institución que, a su vez, estaría próxima a desaparecer como tal para fusionarse con el Instituto de Normalización Previsional.

El proyecto contempla la participación en la propiedad de los trabajadores ya nombrados, con un 30% de esta. El resto será ofrecido a otros grupos de trabajadores que ya han manifestado su interés de contar con una AFP propia, como son, por ejemplo, los ingenieros de Endesa.

En cuanto a las comisiones cobradas por las AFP, se concluye al analizarlas que entre 1981 y 1983 hubo un aumento de dicho costo. Sin embargo, posteriormente el costo en cuestión ha caído en forma sostenida alcanzando, en diciembre de 1988, un nivel que, en promedio, es 19,6% inferior en términos reales al costo máximo alcanzado en diciembre de 1983.

La caída de los costos se ha manifestado en la constante disminución de la comisión porcentual sobre el saldo acumulado, que de hecho se eliminó a partir de 1988, y en la fuerte caída de la comisión fija, que ya alcanza un nivel de 56,8% inferior al registrado en 1983. Las comisiones totales bajaron entre diciembre de 1983 y junio de 1989 un 23,5%.

En esta tendencia han tenido un papel importante el ingreso de nuevas AFP al mercado, así como la alta competencia en el sector y el creciente grado de eficiencia con que opera el actual sistema.

Esta relación es evidente, puesto que en virtud de la libertad de afiliación y movilidad entre AFP, el negocio no puede basarse en obtener grandes ingresos a expensas de sus afiliados, sino que se debe aumentar la productividad de sus empleados y reducir por esta vía los gastos totales del negocio.

Por otra parte, el número de cotizantes del sistema de AFP era a diciembre de 1988 de 2.167.568, siendo un 50% del total de la fuerza de trabajo empleada en el mismo período. En una comparación con el año anterior se tiene que, aunque existe un aumento de 7,1%, la proporción sobre el total de la fuerza de trabajo en actividad se mantiene en torno al 50%.

El hecho se deriva, por un lado, del alto número de cotizantes que no mantiene en forma continua sus ahorros mensuales. Ello se debe a cambio de trabajo de algunos cotizantes o a el grupo de afiliados que mantienen actividades en forma independiente y que no cotiza regularmente.

Al cierre del ejercicio 1988 los afiliados al sistema de AFP sumaban 3.183.002, de los cuales prácticamente un millón no son cotizantes. La AFP líder en términos de número de cotizantes totales a diciembre de 1988 es Provida con el 28,32% del mercado, la sigue Santa María con el 20,45%, luego esta Habitat con 15,67%, Unión con el 10,37% y Summa con el 8,85%. Con respecto al total de pasivos de los fondos de pensiones, la AFP líder también es Provida con el 27,53%, le sigue Santa María con el 21,19%, luego esta Habitat con 17,59%, Summa con 10,17% y Unión con 8,31%.

D.- PERSPECTIVAS

Las cifras indican que en 1981, al iniciarse el nuevo sistema, los fondos acumulados alcanzaban a \$32.000 millones, lo que representaba el 1% del PGB del país. En diciembre de 1988 estos ascendían a \$891.729 millones, representando un 17% del PGB.

En el futuro, el incremento proyectado en el volumen de los fondos de pensiones, producto de las nuevas cotizaciones de los ya afiliados, de la incorporación de nuevos trabajadores al sistema, y de la rentabilidad obtenida, resultará de

magnitudes sorprendentes. Se estima que en el año 2020 los fondos serán equivalentes al 97% del PGB.

Asimismo, la magnitud de los recursos involucrados queda en evidencia, al considerar que ellos representan el 60% de las letras hipotecarias vigentes; el 30% del total de depósitos bancarios; el 35% de los documentos del Banco Central; casi el 90% de los instrumentos emitidos por Tesorería; y el 35% de los bonos emitidos por empresas.

De lo anterior, se desprende el gran interés en el tema que han manifestado los empresarios, el Estado, las autoridades pertinentes y, por supuesto, las propias AFP.

Los empresarios porque visualizan claramente que el nuevo sistema previsional es una alternativa clara de financiamiento para sus proyectos, ya sea en la forma de deuda directa (vía emisión de bonos), o en la forma de participación en la propiedad de las empresas (vía la compra de acciones).

Por su parte, el Estado es hoy un captador importante de estos recursos, y lo seguirá siendo. El propio Superintendente de AFP, Juan Ariztía, ha señalado públicamente que en los próximos 10 años el Fisco seguirá requiriendo de los fondos de pensiones una suma similar a la actual, de modo de cubrir el déficit que se le produce al dejar de recibir las cotizaciones de los afiliados al nuevo sistema.

Además, es comprensible la preocupación por parte de las AFP, quienes deben buscar las mejores alternativas de inversión para los fondos que administran, para lograr una alta rentabilidad de los recursos, en el marco de las restricciones que les impone la actual normativa.

Si bien las AFP dedican importantes esfuerzos por detectar los más atractivos instrumentos de inversión, su acción esta limitada por dos factores. El primero, lo constituyen la serie de restricciones que las autoridades pertinentes han impuesto a la inversión de los fondos.

Esto con el doble propósito de resguardar la seguridad de los mismos, y de evitar su uso para operaciones relacionadas con los propietarios de las propias AFP. El segundo, es precisamente la limitada oferta de instrumentos de inversión que existe en el mercado financiero. Ambos factores dan como resultado una estructura de inversiones bastante concentrada en instrumentos de renta fija, de un plazo promedio relativamente corto y donde el Estado aparece como un captador importante de los recursos.

La Superintendencia de AFP estima que la orientación para que esos fondos puedan ser adecuadamente invertidos, deberá estar dada, en primer lugar, por la conversión de los activos del país en documentos transables. Se debe señalar que en la actualidad alrededor del 7% del valor del patrimonio del país está

convertido en algún tipo de instrumento transable elegible por los fondos de pensiones.

Asimismo, la orientación a futuro debe ser hacia instrumentos que sean representativos de patrimonio más que de deuda, que es lo que sucede en estos momentos, exceptuando lógicamente a las acciones.

Además, es necesario incrementar la información que entregan las AFP al público, debido a que se reveló en una encuesta el desconocimiento del grueso del público hacia el sistema.

Por último, en la Ley Orgánica del Banco Central que entrará en vigencia el 1o de enero de 1990, se indica: "El Banco Central deberá autorizar el acceso al mercado cambiario formal para las inversiones que puedan efectuar en el exterior las AFP, de acuerdo a las disposiciones legales que las rigen". "El Banco Central publicará en el DO, a lo menos una vez al mes, la clasificación financiera que organismos extranjeros especializados hubieren realizado respecto de los instrumentos y las empresas o entidades extranjeras o internacionales, en que se puedan realizar las mencionadas inversiones". "Sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso precedente el Banco Central estará obligado a proporcionar los antecedentes indicados cuando fueren solicitados por alguna AFP".

Es claro que además se necesitará aprobar un reglamento que regule dichas inversiones como la modificación correspondiente en el DL 3500. Los analistas señalan, por su parte, que todavía hay proyectos en Chile el financiamiento que eventualmente podrían prestar las AFP, y, que es necesario para que las inversiones de las AFP en el extranjero se concreten, la libertad cambiaria.

LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS

A.- INTRODUCCION

Las instituciones privadas de seguros de Chile estuvieron sujetas a un elevado grado de control y regulaciones en años anteriores. Es así como existían normas legales sobre las primas y comisiones de esta actividad y un control sobre la inversión financiera y otras características del manejo de su cartera. El Estado tenía el monopolio de la actividad a través de la Caja Reaseguradora de Chile, la cual disponía además de la facultad de contratar seguros en el exterior, lo que estaba vedado para las compañías privadas.

Esta realidad, de elevada intervención y regulación en el mercado de seguros por el Estado, fue superada en 1980. En este año se modificó profundamente el contexto legal en que operaban las compañías de seguros, decretándose libertad de tarifas, y libertad en el acceso al reaseguro en el exterior y para la formación de compañías reaseguradoras en Chile. Las únicas regulaciones que persistieron fueron aquellas que tenían como objetivo el garantizar la solvencia y estabilidad

del mercado de compañías de seguros: normas de reajustabilidad, modalidad de inversión de las reservas técnicas y capital mínimo para operar entre otras medidas.

Esta nueva legislación exige a todas las empresas que operan en el país un capital mínimo de 60.000 UF. Simultáneamente, se otorgó libertad en la determinación de tasas y tarifas, además de liberar la contratación de reaseguros. Entre otras materias también se estableció la reajustabilidad automática tanto para el asegurado como para el asegurador, así como se definieron claramente los criterios de inversión.

El impacto de la reforma de 1980, así como las condiciones que han hecho posible la fuerte expansión de la industria del seguro, se han complementado para provocar una notoria transformación y mayor eficiencia de esta actividad.

El mercado de los seguros, al igual que otros rubros del sector financiero, ha tenido una transformación y una expansión espectacular en los últimos años. En buena medida esto se inició en 1980 cuando fue publicado el DL 3057 que, como está dicho, modificó la legislación sobre seguros contenida en el DFL 251 de 1931. Por este motivo los cambios más drásticos se aprecian desde el comienzo de la actual década, aunque también a fines de los años 1970s se estaba produciendo un crecimiento interesante.

Por último, el hecho que desde 1982 haya habido una proliferación de créditos, tanto hipotecarios como prendarios, trajo aparejado un mayor auge en el mercado asegurador, pues los tomadores de crédito deben contratar también un seguro, en este caso de desgravamen.

B.-REGLAMENTACION

Legalmente, el comercio de asegurar o cubrir a base de primas, solo puede hacerse en Chile por sociedades anónimas nacionales de seguros, expresamente autorizadas para ello en sus estatutos o entidades de carácter mutual organizadas sin fines de lucro, por cooperativas de seguros y por entidades especialmente autorizadas por la ley.

A este respecto, se excluyen de la Ley sobre Compañías de Seguros, los seguros denominados sociales que sean efectuados por instituciones que cuenten con autorización del Presidente de la República para cubrir riesgos de esta naturaleza.

Para los efectos de la ley, las Compañías de seguros se dividirán en dos grupos: al primero pertenecerán aquellos que cubran los riesgos de incendio, marítimos (naufragios, averías, etc.), de transporte (accidentes aéreos, etc.), terrestres (robos, etc.) y demás que aseguren la reparación de daños causadas por acontecimientos que puedan o no ocurrir.

Al segundo grupo pertenecerán las Compañías que cubran el riesgo de vida u otros que aseguren al tenedor de la póliza, dentro o al término de su plazo, un capital, una póliza saldada, o una renta para si o su beneficiario.

Las compañías de seguros de vida son aquellas empresas que se dedican a asegurar a las personas contra riesgos ciertos. La única seguridad es que todas las personas se van a morir en algún momento, y por lo tanto el seguro va a proteger a su familia o a las personas que el asegurado elija. Este tipo de empresas contratan los seguros de invalidez y sobrevivencia, de desgravamen, de renta, salud y seguros de vida propiamente tales.

Finalmente, las compañías reaseguradoras son aquellas que aseguran a las compañías de seguros, lo que les permite a estas pagar sin inconvenientes las indemnizaciones pactadas con los asegurados, en caso de siniestros mayores.

El reaseguro de los contratos celebrados en Chile, lo harán las compañías de seguros entre compañías nacionales establecidas en el país o en entidades con facultades para reasegurar. Para tal efecto podrán constituirse sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo sea operar en reaseguros de uno o ambos grupos.

No podrán organizarse nuevas compañías destinadas a cubrir riesgos comprendidos en los dos grupos, las nuevas compañías deberán optar por uno de ellos.

Considerando que las compañías de seguros deben ser nacionales, la agencias de compañías extranjeras radicadas en Chile al momento de la dictación de la ley que reformó el mercado de seguros, pudieron continuar con sus operaciones sobre la base de su organización determinada, pero debieron conformarse en su giro en el país a los acuerdos y compromisos celebrados o que se celebren con el Presidente de la República. Por otro lado, las compañías filiales de agencias extranjeras son consideradas para efectos legales como compañías nacionales.

Las compañías de seguros y las entidades reaseguradoras, solo podrán contratar reaseguros en el extranjero con entidades o intermediarios que se encuentren inscritos en el Registro de Entidades y Corredores de Reaseguros Extranjeros que llevará la SVS, la cual fijará los requisitos para su inscripción y funcionamiento.

Además, la persona, empresa, sociedad o casa comercial que desee asegurar, en compañías no establecidas en Chile cualquier interés sobre un bien situado temporal o permanentemente domiciliado o residente en Chile, solo podrá hacerlo por las personas que se encontraren inscritas en el registro que para tal efecto lleve la SVS.

Con todo, las empresas navieras y las de aeronavegación nacional podrán contratar libremente en el extranjero los seguros de protección e indemnización.

Finalmente, si se produjera algún problema de orden financiero a alguna empresa, la ley 18.660 previó mecanismos de regularización de las empresas. La idea es advertir lo antes posible cuando se registra una situación de inestabilidad por exceso de endeudamiento o déficit de reserva. La empresa es sometida a un tratamiento que permita su recuperación o, en casos extremos, su liquidación ordenada para evitar traumas a los asegurados.

Actualmente, la intervención del Estado se limita al control de los principales indicadores financieros. Sin embargo, atendiendo a su rol subsidiario, en octubre de 1987 se introdujo ciertas modificaciones a la legislación de seguros. Se estableció, entre otras normas, un patrimonio mínimo de UF 45.000 para las compañías de seguros y de UF 60.000 para las reaseguradoras. En cuanto a las inversiones, se definió en que activos se puede invertir el patrimonio neto, las reservas técnicas y el patrimonio libre, a la vez que se definió el grado necesario de diversificación.

A fines de junio del presente año, se modificó la Ley de Seguros permitiendo una mayor diversificación de los instrumentos en que estas empresas podrán invertir y la clasificación obligatoria de estas compañías según su riesgo.

En primer lugar, se establece que puedan otorgarse mutuos hipotecarios para refinanciar operaciones hipotecarias actualmente vigentes. También, las compañías de seguros quedan autorizadas para adquirir mutuos otorgados por la Asociación Nacional de Ahorro y Préstamos (ANAP). El cuerpo legal establece otras alternativas de inversión para las compañías aseguradoras, tales como la eliminación de algunas restricciones para la inversión en acciones, exigiéndose que estas sean sociedades anónimas abiertas y clasificadas como de Primera Clase con presencia bursátil. Al respecto, se les permite a las compañías invertir en estos títulos hasta un 7% de su patrimonio y reservas y otras inversiones técnicas del seguro.

En segundo lugar, se establece que las compañías de seguros que operan en el país deberán someter a clasificación de riesgo las obligaciones que tengan con sus asegurados, con el objeto de brindar la información relevante al público. La clasificación deberá considerar, entre otros elementos, las inversiones que tengan las compañías; la suficiencia de sus reservas; la calidad de sus reaseguros; la rentabilidad obtenida en los últimos años; el nivel de endeudamiento y la capacidad técnica y experiencia de la administración, de acuerdo a la normativa que debe dictar la SVS. Dependiendo de esta evaluación que realizarán las compañías clasificadoras privadas de riesgo, los asegurados podrán saber si contratar con compañías que dan mayor o menor garantía en el cumplimiento de sus obligaciones, según la clasificación que tengan. La clasificación de riesgo en el mercado asegurador cobra especial relevancia por el fuerte crecimiento de los seguros de vida relacionados con la previsión, así como el de rentas vitalicias, que implican contratos irrevocables.

En tercer lugar, se permite la formación en el país de compañías de seguros de créditos con objeto permanente y exclusivo, las cuales podrán prestar garantías a la emisión de instrumentos financieros de empresas que por sus características no pueden ser clasificadas en una determinada categoría de riesgo con lo que verían perjudicada su emisión pudiendo también cubrir riesgos de garantía y fidelidad. Con lo anterior, se incentiva el desarrollo de este tipo de seguros especializados abriendo nuevas posibilidades para cubrir los riesgos de crédito, dentro de los cuales se encuentra el de las exportaciones, actividad que podrá tener esta protección adicional. Así, las compañías de seguros fueron autorizadas a competir con los bancos en cuanto a la extensión de boletas de garantía para el desarrollo de grandes proyectos de inversión.

En cuarto lugar, se autoriza la contratación de seguros generales con modelos de póliza no registrados en la SVS, siempre que se trate de asegurados que sean personas jurídicas y que la prima anual no sea inferior a UF 200. De esta manera, se permite la libre contratación de seguros por aquellos que disponen de asesoría técnica, cumpliendo el registro de pólizas que debe llevar la SVS solo un rol subsidiario para seguros de mas general contratación.

Finalmente, se aprueba la posibilidad que tanto CORFO como el Fisco puedan reducir su participación accionaria en las compañías ISE, permitiéndose la privatización de estas compañías al derogarse las restricciones que tenían para hacerlo.

C.- SITUACION ACTUAL

En la actualidad se observa un mercado dinámico en este sector del sistema financiero, influenciado básicamente por la libertad de tarifas y modalidades de operación que han generado una sana competencia entre las compañías de seguros tanto nacionales como extranjeras en este sector.

Al respecto, hoy en día existen una serie de disposiciones que aseguran un funcionamiento eficiente que ha hecho que la gente vuelva a tener confianza en el sistema. En el pasado, por ejemplo, los seguros no eran reajustables, a diferencia de lo que hoy ocurre. Además, los resultados de las empresas aseguradoras en los últimos años han sido buenos, han salido del endeudamiento, han logrado prepagar o negociar en forma muy favorable sus pasivos, han mejorado mucho sus condiciones operacionales, etc., todo lo cual ha ido reconquistando la fe del público en estos medios de ahorro.

La evolución de cada uno de los mercados de los tipos de seguros ha sido disímil, pero el mercado global ha registrado un fuerte crecimiento.

En 1988, el monto total anual de primas de seguros vendidas representa un 2,2% del PGB, lo cual implica un fuerte incremento real si se considera que en 1980 dicho porcentaje era de solamente 0.89% y hace veinte años un 0.52%. Es

interesante constatar, sin embargo, que el mayor aumento se produce en los seguros de vida que en solo seis años han pasado desde un 0.19% del PGB a un 1,1%.

Hoy día el primaje de seguros de vida es similar al de seguros generales, en circunstancias de que tradicionalmente estos últimos superaban largamente a los primeros. Este indicador, al compararlo con el de los países desarrollados, es bastante bajo dado que en dichos países alcanza un nivel superior al 4%.

Al medir el crecimiento del mercado en función del gasto anual per cápita en primas, se observa que este mantiene una tendencia creciente, alcanzando los US 38,3, lo que representa un aumento de 14,53% respecto a igual período del año anterior. Tanto para las entidades del primer grupo como para las del segundo, el gasto per cápita creció siendo, sin embargo, mayor el alza en seguros generales.

Este nivel de gasto respecto de países desarrollados como USA, Japón, Suiza, etc., sitúa a Chile en un nivel muy bajo, dado que su nivel de gasto es superior a los US \$100 per cápita anual. Respecto de los países latinoamericanos, el gasto de Chile es bastante alto en relación al promedio del área, alcanzando un nivel superior al de países como Brasil, Perú y más o menos a la par con Argentina, cuyos niveles de gasto per cápita anual son US \$8,9; US \$7,2 y US \$ 38,3 respectivamente.

Por otra parte, antecedentes de la SVS revelan que, el gasto en seguros (primas directas) per cápita en Chile alcanzó a casi US \$28 en 1986, mientras que 20 años atrás era de solamente US \$11, en moneda norteamericana de igual valor.

En 1988, respecto de 1987, el mercado asegurador chileno representó un crecimiento del 15,31% en términos reales. Del total, un 16,48% corresponde a seguros generales y un 14,2% a seguros de vida, sobre una base de prima directa de \$58.568 millones y de \$60.312 millones respectivamente.

También es necesario destacar el crecimiento real de las compañías de seguros privadas del orden de un 19,53% y un 14,87% en seguros generales y de vida respectivamente. En comparación, el ISE experimentó una caída del 1,55% y de 26,22% en dichos ramos, y las mutuales alcanzaron -5,26% y 9,78% respectivamente.

Entre 1980 y 1986 las primas directas de seguros generales han crecido en un 50,8% real, llegando a representar cerca de \$34.000 millones en 1986 y más de \$58.568 millones en 1988. Cabe destacar que, los seguros de incendios y de vehículos motorizados explican más de la mitad del monto total de seguros generales. Dentro de este rubro, el crecimiento real más importante con respecto al año anterior, se produce en vehículos motorizados (28,02%); transporte marítimo y cascos (25,17%); Otros (23,66%) que incluye los seguros de

ingeniería, computación y automotriz obligatorio; transporte terrestre (20,59%); e, incendio (8,77%) que incluye el adicional de terremoto.

La reforma previsional también provocó un violento cambio en la demanda de seguros de vida. En efecto, la reforma incluyó un seguro obligatorio de invalidez y sobre vivencia para cada afiliado a las AFP. Este seguro representó en 1986 prácticamente un 62% del primaje total correspondiente a seguros de vida.

Otra evolución interesante de este rubro corresponde a los seguros de salud que, habiendo tenido una tendencia creciente hasta 1985, muestran una brusca caída en 1986. La explicación se encuentra en que dicho seguro ha pasado a ser administrado directamente por las Isapres de tal manera que las estadísticas de las compañías de seguros han dejado de consignarlo.

En seguros de vida resalta el crecimiento real de los seguros individuales (71,86%) y de grupo (21,29%). Y por primera vez, desde la reforma previsional de 1981, los seguros de las AFP descendieron en un 10,28% con respecto a 1987.

En 1988 la industria del seguro en Chile estaba constituida por 39 compañías, de las cuales tres eran entidades de reaseguros. El número de empresas contrasta con el existente en 1979 cuando se superaba el centenar, no obstante que el patrimonio total de la industria era significativamente inferior. Esta evolución se explica en parte importante por los cambios introducidos en la legislación.

Se debe señalar que además el mercado de los seguros se vio ampliado en gran medida por la reforma del sistema previsional. Esta implicó la contratación por parte de las AFP, a nombre de sus afiliados, de seguros de sobrevivencia e invalidez. Además la privatización de la salud, involucrada en la creación de las Instituciones de Salud Previsional (ISAPRE), implicó la contratación por estas de seguros de salud.

D.- PERSPECTIVAS

Tres aspectos marcan el futuro inmediato de, y en consecuencia preocupan a, las compañías de seguros: la vigencia del seguro obligatorio para vehículos, la finalización del monopolio legal del Instituto de Seguros del Estado (ISE) en el mercado de seguros de locomoción colectiva y la puesta en vigencia de la operación de los mutuos hipotecarios endosables.

En el último tiempo, ha habido una cierta polémica en torno al seguro obligatorio para vehículos, en el sentido de la conveniencia de su implementación en Chile.

Primero, la aplicación del seguro obligatorio para vehículos presenta un problema de costos que dice relación al parque de vehículos existente en el país y a la cantidad de siniestros que se producen. Internacionalmente, a medida que crece el parque automotriz, hay una tendencia inversa en relación a la cantidad de

siniestros. Vale decir, el porcentaje de siniestros disminuye, lo que permite que los costos sean absorbidos en mejor forma por las compañías, ya que no hay que olvidar que las compañías son empresas con fines de lucro y jamás van a prestar servicios para perder. Además, las estimaciones preliminares concluyen que el valor que tendría esa póliza sería de aproximadamente \$ 20.000 o más, suma que representa un desembolso elevado para cualquier persona y una proporción relativamente alta respecto del máximo indemnizable por cada evento, que es de UF 150. Por lo tanto, de momento los montos harían de muy difícil aplicación este tipo de seguro.

Segundo, con la finalización del monopolio legal del ISE en el mercado de los seguros de locomoción colectiva, se abren nuevas perspectivas a las empresas privadas del sector. La ley 18.679 que reorganizó el ISE, puso término al monopolio legal que mantenía este sobre el seguro obligatorio de accidentes causados por vehículos motorizados y seguros de pasajeros de la locomoción colectiva. Esta cobertura que, entre otros, comprendía a los vehículos de la locomoción colectiva, taxis colectivos, vehículos de transporte escolar, de turismo y de transporte de pasajeros, podrá ser contratada en cualquier entidad autorizada del rubro, y su prima ya no se calculará como porcentaje del boleto vendido, sino que será de libre determinación entre asegurado y asegurador.

Tercero, la SBIF reglamentó las operaciones de crédito con mutuos hipotecarios endosables, instrumento que permitirá la incorporación de las compañías de seguros al financiamiento de operaciones hipotecarias. Con este instrumento se podrán otorgar préstamos para vivienda o fines generales a un plazo no inferior a un año ni superior a 30. Los préstamos bajo esta modalidad no podrán exceder del 80% del valor de tasación del inmueble ofrecido en garantía. Una de las características más importantes de estos nuevos documentos es que podrán ser transferidos por endoso, por documento completo, no pudiendo, por lo tanto, cederse participaciones sobre los mismos. Tampoco podrán venderse con pacto de retro-compra. Podrán otorgar, adquirir y administrar estos créditos las compañías de seguros de vida, además de los bancos, sociedades financieras y las sociedades que para este efecto se inscriban en un registro especial en la SVS.

Por último, está en trámite un proyecto de ley que permitirá la formación en el país de compañías de seguros de crédito con objeto permanente y exclusivo, las cuales podrán prestar garantías a la emisión de instrumentos financieros de empresas que por sus características no pueden ser clasificadas en una determinada categoría de riesgo con lo que verían perjudicada su emisión.

Se puede concluir, por lo tanto, en base a todo lo anterior, que el futuro se presenta promisorio para las compañías de seguros.

LAS EMPRESAS DE LEASING

A.- INTRODUCCION

En Chile, el leasing se inicio en 1977, y su introducción al país coincide con un proceso acelerado de crecimiento de la economía, caracterizado por elevadas tasas de inversión y requerimientos de formación de capital, en el marco de una fuerte expansión del sistema financiero y de una modernización de los mercados de capitales.

La mayoría de las empresas que hoy en día componen la industria del leasing se formaron en el período 1976-1981. Posteriormente, en 1984, estas empresas formaron la Asociación Chilena de Empresas de Leasing (ACHEL).

En general, las empresas de leasing, durante los primeros años de actividad, se abocaron principalmente al financiamiento de contratos de leasing sobre la modalidad dólar. Durante los años de crisis vino un cambio sustancial y drástico respecto a la modalidad de financiamiento que las empresas de leasing ofrecían. Naturalmente no hubo mayor demanda por el tipo de financiamiento por dólar, y las compañías de leasing se vieron enfrentadas a la necesidad de crear un producto con financiamiento en moneda local.

El esfuerzo hecho desde 1983 en adelante esta concluyendo con éxito. Sobre todo, ahora que las compañías de leasing fueron autorizadas para emitir bonos y la posibilidad directa y concreta de poder acceder al financiamiento de compañías de seguros y AFP, sobre la base de la modalidad de contratos en UF, que es lo que hoy en día gran parte del mercado requiere.

El leasing tiene como punto de referencia el total de importaciones de bienes de capital que realiza el país. Durante 1988, la industria del leasing adquirió equipos por un monto cercano a los US \$140 millones. De esta forma, considerando que el 85% de los bienes de capital son importados y que durante 1988 se importaron bienes de capital por US \$1.370 millones, el leasing contribuyó a financiar más del 10% de todas las importaciones de bienes de capital del país. Como meta la industria pretende financiar, en un futuro cercano, el 20% o 30% del total de las importaciones de bienes de capital del país.

El relativamente escaso avance alcanzado hasta el momento por la industria del leasing, a pesar de su dinámico crecimiento en los últimos dos años, se debe principalmente a la falta de publicidad de esta modalidad de financiamiento, lo que finalmente produce un escaso conocimiento acerca de esta, y en general, la percepción por parte de los clientes del sistema como de una alternativa cara.

Sin embargo, el leasing es una modalidad de financiamiento absolutamente competitiva.

En un mundo donde las empresas recurren crecientemente a la deuda para financiar sus operaciones, se requiere cada vez más descentralizar y diversificar las fuentes de financiamiento. Asimismo, las empresas que operan endeudadas deben protegerse del eventual estrangulamiento financiero de sus acreedores. Las empresas de leasing representan entonces una fuente distinta y adicional de financiamiento y la única alternativa para obtener el 100% de lo que cuesta el equipo que se requiera.

Lo normal es que los proveedores de equipos y maquinarias exijan un pie que al menos cubra el IVA. En el caso de los bancos e instituciones financieras financian solo un porcentaje de la tasación del bien o equipo.

Así ocurre, por ejemplo, en los créditos hipotecarios en que se financia el 75% de la tasación del inmueble, y en el caso de equipos y maquinarias ese porcentaje difiere entre los distintos bancos, pero, los más conservadores financian entre el 40% y el 60% de la tasación, dependiendo del tipo de bienes. Los barcos y aviones, por ejemplo, son los que más se castigan por lo especializado y cíclico de la actividad. Mientras que el equipamiento industrial (tornos, telares, etc.), en la medida en que sean de uso general, pueden ser financiados en un 60%.

Sin embargo, las empresas de leasing pueden financiar el 100%, porque son las dueñas de los equipos. Esto les permite asumir riesgos que las instituciones tradicionales no pueden. El título de la propiedad del bien es mucho más poderoso que la prenda que las instituciones tradicionales utilizan para proteger su riesgo. El caso de Chile en la crisis financiera recién vivida es un caso claro de la fortaleza del leasing. En general, los clientes siguieron pagando sus máquinas, pues el servicio que ellas les otorgaban así lo exigía.

Así, el leasing es uno de los créditos más seguros que puedan otorgarse. Es un crédito donde el acreedor se queda con la propiedad del bien y, al mismo tiempo, un préstamo para un bien de capital necesario para el giro de la empresa. Es decir, vital para que la empresa funcione, por lo tanto, es lo último que se deja de pagar.

Y en caso de quiebra, la propiedad permite a las empresas de leasing sencillamente ir y retirar las máquinas para recolocarlas en otros clientes. En cambio, la prenda muchas veces no permite recuperar la máquina por deudas preferentes que existen en impuestos, pagos previsionales, trabajadores, etc. El hecho de ser un título más efectivo y real permite a las empresas de leasing asumir riesgos a plazos superiores y de esta forma hacer un aporte específico a la formación de capital.

En general, para los ejecutivos es más fácil tomar las decisiones de arriendo que la compra de un equipo. Por las características de ser un contrato similar, financiera y jurídicamente, a un arrendamiento, en el sentido de que es un contrato en cuotas, el leasing puede ser resuelto en niveles técnicos o directamente vinculados con la operación de los equipos.

Por la complejidad creciente de la gestión empresarial y de los procesos productivos los agentes comprometidos en las decisiones de compras son cada vez más numerosos. Lo anterior se traduce muchas veces, en largos procesos de decisión de carácter rígido o conservador. Las características del leasing permiten que estas materias sean resueltas en niveles más técnicos dentro de las atribuciones normales de estos a nivel de los usuarios de los equipos. Muchas veces, la decisión de compra de un computador o de algún accesorio es materia de decisión del directorio de una empresa y esta resolución puede demorar, tiempo en el cual el procesamiento de la información puede crear verdaderos problemas administrativos.

Desde el punto de vista de la prontitud de aprobación, los procedimientos de las empresas de leasing son más ágiles frente a los procedimientos de organismos tradicionales como la CORFO o el Banco del Estado.

Se estima que una operación de US \$ 150.000 para una empresa con su información financiera y legal al día y un proyecto claro y de rentabilidad adecuada, puede tomar un plazo de aprobación no superior a los 30 días. Basta que la empresa de leasing apruebe al cliente, cancele el equipo al contado y, la empresa productora respectiva entrega al cliente el equipo, según el contrato de arrendamiento que ha firmado con la empresa de leasing.

Los bancos no pueden prestar este servicio, porque la legislación les prohíbe adquirir activos que no sean para su giro, y para hacer un leasing la empresa tiene que ser propietaria del bien.

Pero hay otro factor clave, que es el que si bien el negocio de las empresas de leasing es del rubro financiero, tiene un componente importante de conocimiento tecnológico, de conocimiento de maquinaria y equipos. El ejecutivo de cuentas de un banco es experto en cálculos financieros. El ejecutivo de una empresa de leasing, en cambio, además de lo anterior, debe tener conocimiento de obsolescencia de los bienes, del mercado secundario de bienes, etc.

B.- REGLAMENTACION

El tema más candente del sector se refiere a la reglamentación del área, que deriva del hecho de que esta comenzando a movilizar un volumen importante de recursos.

El leasing como tal, dentro del ordenamiento jurídico chileno, no esta expresamente definido ni se han establecido normas que lo regulen. En la práctica se ha asimilado el contrato de leasing al contrato de arrendamiento. En virtud de lo anterior, la empresa de leasing, como arrendadora, entrega al arrendatario por el plazo pactado el uso y goce de un bien, pagando por dicho uso y goce un precio determinado.

El bien permanece en el patrimonio de la empresa de leasing durante todo el plazo del contrato y hasta que, si el arrendatario opta por adquirirlo, se celebra la compraventa correspondiente. Por lo tanto, del contrato solo nacen para el arrendatario derechos personales respecto del arrendador y no reales respecto de la cosa arrendada de la cual es mero tenedor.

Las empresas de leasing se han constituido normalmente como sociedades anónimas, conforme a las normas legales vigentes.

Por ser su objeto el arrendamiento de bienes y en el caso de ser sociedades anónimas, ser generalmente cerradas, no están sujetas a control ni supervigilancia de ninguna especie en el desempeño de sus actividades. Salvo que emitan bonos para su financiamiento, en cuyo caso deben inscribirse en el Registro de Valores de la SVS, y tienen todas las obligaciones propias de una sociedad anónima abierta.

Ejecutivos del sector tienen la impresión de que la industria del leasing va a tener en los próximos años un desarrollo espectacular, que la va a transformar, por así decirlo, en los bancos de financiamiento de maquinarias y equipos. La autoridad está por anticiparse a ese crecimiento manifestando ciertas aprensiones. Estas, por supuesto, no son compartidas por las empresas de leasing, porque, dicen, dicha industria en Chile es muy sana, porque no se desarrolla ni crece sobre la base de ningún tipo de subterfugios ni resquicios.

Además, dicen, no es muy cierto que esta actividad no sea fiscalizada. Por de pronto, las empresas que emiten bonos son controladas por la SVS. Además, las filiales de instituciones bancarias nacionales son empresas que dependen de un banco que es fiscalizado por la SBIF.

También creen que hacer más regulaciones es exponer a una industria naciente, que el país necesita, al riesgo de la asfixia. Todos estos controles son caros y en definitiva, no está tan claro que los organismos de gobierno regulen mejor las cosas que el mercado. Los proveedores de fondos de las empresas de leasing, son en su totalidad instituciones entendidas, ilustradas. El pequeño ahorrante no financia a las empresas de leasing. De modo que si estas son mal manejadas automáticamente se les corta el financiamiento.

La experiencia pasada en materia bancaria significa para la autoridad un toque de atención con respecto a todas las instituciones que recién están naciendo. Entonces, no se quiere volver a tropezar con la misma piedra.

Sin embargo, lo que Chile necesita son elementos que signifiquen capital, maquinaria más que dinero. Y la forma de obtener bienes de capital en forma más eficiente es a través del leasing. El banco cuando presta dinero a una persona que tiene un proyecto, teme que esos recursos no vayan directamente a lo que el cliente está indicando y lo oriente a otros propósitos. En el leasing tal problema no

existe porque el dinero que se presta va directamente a la adquisición del bien de capital. Y de hecho los clientes no ven el dinero. La autoridad entonces debe ser muy cuidadosa con respecto a las regulaciones.

A pesar de lo anterior, el pasado 9 de noviembre la SBIF puso en vigencia la circular 2392 con el objeto de regular la actividad de leasing de aquellas empresas constituidas como filiales de bancos.

Esta normativa define al leasing como una operación de arriendo de bienes de capital, los cuales adquiridos por las empresas de leasing a solicitud del arrendatario y proporcionados a este para el desarrollo de actividades destinadas a la producción de bienes y servicios, a cambio del pago de una cuota periódica.

El contrato perfeccionado para estos efectos es irrevocable, tiene una duración mínima de un año (a excepción de los bienes inmobiliarios cuyo plazo mínimo son 5 años) e incluye una opción de compra del bien arrendado, la que puede ser ejercida al final del período de arriendo.

Debido a que solo 6 de estas entidades, de las 11 existentes, constituyen filiales de bancos, en tanto que las restantes están constituidas como sociedades anónimas o limitadas, las nuevas disposiciones regularán solo parte de este mercado.

Las empresas de leasing filiales de bancos, según la circular señalada, deberán tener un capital mínimo equivalente a 30.000 UF, y operar con un margen de endeudamiento máximo equivalente a 20 veces su capital y reservas.

Esta circular establece, además, un monto máximo de contratos posibles de celebrar con una misma persona, los que no pueden exceder al 75% del capital y reservas de la sociedad. También, prohíbe realizar operaciones de leasing con personas relacionadas con la propiedad o gestión con el banco matriz y con personas relacionadas con la propia compañía de leasing a través de la gestión.

En el negocio de leasing o arrendamiento se establece un contrato mediante el cual una persona (arrendador), natural o jurídica, traspasa a otra (arrendatario), el derecho a usar un bien físico a cambio de alguna compensación, generalmente un pago periódico y por un tiempo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien, renovar el contrato o devolver el bien.

En el leasing la propiedad del bien que esta siendo financiado es derecho del prestador y el uso es derecho del prestatario. Así, el financista es el arrendador y el usuario el arrendatario. En el sentido financiero, el leasing cae bajo la denominación general de crédito a plazo para una gama amplia de equipos que van desde herramientas mecánicas a refinerías de petróleo y aviones.

En resumen, el leasing se puede definir como sigue: "El tipo de convención, denominado contrato de leasing, tiene como principal característica que, el

arrendador compra bienes de capital a indicación y bajo de responsabilidad del futuro arrendatario, quien mediante una cláusula especial insertada en estos contratos se obliga a recibirlos en arrendamiento y a pagar una renta determinada por un período que se conviene, teniendo opción, al final de ese período, para adquirir estos bienes o para restituirlos al arrendador si no le interesa comprarlos"

De acuerdo con lo expuesto, se desprende que la referida convención es jurídicamente un contrato de arrendamiento de un bien corporal mueble, toda vez que en la especie concurren los elementos esenciales de este tipo de convención y, durante su vigencia, la especie permanece en dominio del arrendador en su activo inmovilizado.

Dentro de las ventajas que se pueden deducir del leasing, están las siguientes:

- ? Reporta para las empresas, la ventaja indudable de renovar o abastecerse de bienes del activo fijo, adquiriendo el uso de estos, sin tener que efectuar los desembolsos iniciales o totales inherentes a una compra, que en la mayoría de los casos corresponde a bienes de un valor considerable, y que de efectuarse su adquisición distraería financieramente los recursos que las empresas podrían destinar a explotación del giro del negocio, con el indudable aumento de la producción o de las ventas.
- ? En el aspecto fiscal no hay duda alguna que su ventaja es evidente, dado que permite a las empresas rebajar como crédito fiscal, el IVA, soportado en el arrendamiento de los bienes corporales muebles, siempre que estos se relacionen con la actividad del contribuyente.
- ? Por último, no se puede dejar de considerar, el atractivo que significa para las empresas el hecho de que puedan adquirir el uso de un bien, sin tener que demostrar contablemente la obligación como un pasivo, dado que en la gran mayoría de los casos la adquisición de bienes por parte de las empresas se efectúa, ya sea con un crédito reajutable a largo plazo, o su financiamiento se realiza mediante un préstamo también reajutable, lo que en ambos casos obligaría a mostrar contablemente tanto el activo como el pasivo.

Cobra relevancia esta circunstancia, cuando se trata de los estados financieros que las empresas tramitan ante las instituciones bancarias, para el logro de nuevos recursos para la explotación, ampliación o renovación de la industria o negocio.

En cuanto a las desventajas del sistema, parecieran ser las siguientes:

- ? Dado que en estos contratos el arrendador conserva la propiedad del bien, es él y no el arrendatario quien puede efectuar las revalorizaciones y depreciaciones que establece la ley de la renta. Ahora bien, si posteriormente, el arrendatario compra el bien como activo fijo de su empresa, no podrán acogerlo a depreciación acelerada, por tratarse de la adquisición de un bien usado.

? Si al término del contrato respectivo, el arrendatario opta por la opción contemplada en los términos del contrato, de adquirir la propiedad del bien, a este no podrá asignársele otro valor de adquisición que el correspondiente al valor residual respectivo. Si posteriormente, la empresa enajena el bien, se establece una utilidad que podría ser considerable, entre los costos de adquisición y el valor de la venta, sin perjuicio de que el Servicio de Impuestos Internos haga uso de la facultad que le otorga la ley, que le permite la tasación de los bienes, cuando su valor de venta es notoriamente inferior al corriente en plaza. Esta tasación surte efecto para todos los casos en que el precio o valor asignado sirva de base o sea uno de los elementos para determinar un impuesto.

C.- SITUACION ACTUAL

La verdad es que no ha sido fácil meter el leasing en Chile, dicen los ejecutivos del sector. Es un producto que combina aspectos legales, contables, financieros y tributarios. Pero esa etapa de lanzamiento ya está superada. Ahora se está entrando a un período de maduración.

En esto ha ayudado mucho la estabilización de las tasas de interés. Porque uno de los grandes golpes que tuvo la actividad fue cuando la economía tuvo tasas de interés reales de 20% a 21%.

Actualmente, las áreas de mayor crecimiento de esta industria la constituyen los vendors programs, es decir, programas de financiamiento de ventas de proveedores de bienes de capital, tanto para pequeña y mediana empresa como para personas. Al respecto, un tercio de las computadoras que se adquirieron en el país se hacen a través del leasing.

El leasing también ha entrado con fuerza en todo lo que es automatización de oficinas. Aquí está el 50% de todos los bienes de capital de esta industria.

Desde hace dos años el leasing está operando fuertemente en el sector de la minería producto de la creciente demanda de maquinarias provenientes tanto de las grandes empresas, como de medianos y pequeños productores. Ello ha significado que dicho sector concentre alrededor del 6% del total de las operaciones de leasing, esperándose un crecimiento importante en los próximos años.

Una de las grandes ventajas que tiene el leasing es que permite a los pequeños y medianos empresarios acceder en forma fácil a los bienes de capital, a través de una importación casi directa.

Estos empresarios cuando importan por primera vez deben hacer un largo recorrido por los bancos. Generalmente, las casas importadoras no dan crédito directo. Aquí entra el leasing. Un empresario que quiere importar un torno debe

acudir al proveedor el cual le entrega una pro forma. Con ella debe ir al banco, el cual puede estar copado o no interesado en operar con créditos a largo plazo, o no estar dispuesto a otorgar una tasa fija. También le van a pedir garantías. Luego viene el pago de aranceles.

Al leasing, en cambio, no le importa en grado sumo los antecedentes de la persona porque el bien que se va a financiar es de por sí la garantía. Además, hace toda la operación de internación y entrega la máquina contra el pago mensual de una cuota. Las personas que ya son clientes hacen sus pedidos por teléfono o por carta y se olvidan de todo. Por último, la ventaja que le da el leasing es que le ofrece una tasa fija, con lo cual pueden proyectar sus negocios a largo plazo.

Las empresas de leasing que participan en el mercado financiero chileno pueden dividirse entre empresas filiales de bancos y las que no lo son. Del total de 11 empresas que operaban a diciembre de 1988, cuatro son del primer tipo.

Las empresas que no son filiales de banco son cerradas y en consecuencia es muy difícil obtener información financiera y comercial de ellas. Esto dificulta el realizar un análisis acabado de la situación actual del mercado y de la competencia existente en él.

En todo caso, en diciembre de 1988, la empresa líder es Leasing Andino con un 56% del mercado, le sigue Santiago Leasing con 16%, Rentaequipos Leasing con 9%, Banedwards Leasing con 7%, Santander leasing con 5%, Compañía General de Leasing con 3%, Manufacturers Leasing y Republic Leasing con 1% cada uno, Citibank Leasing con 0,73%, O'Higgins Leasing con 0,37% y Bancrédito Leasing que recién comenzó a operar.

D.- PERSPECTIVAS

Existen varias razones, además de las buenas condiciones económicas del país, por las cuales se puede pensar que la actividad del leasing adquirirá más fuerza en el futuro, logrando un gran crecimiento.

La primera razón, es que los bancos en Chile están concentrados en financiar comercio y capital de trabajo y no son capaces de absorber toda la demanda por crédito para la adquisición de bienes de capital. El mercado de capitales en el mundo se ha desarrollado sobre la base de la especialización. Claramente estos mercados se han ido segmentando y así como en una época el sistema bancario era uno solo, integrado y homogéneo hoy día se ven varios mercados segmentados. En Chile, por ejemplo, hay buenos bancos especializados en comercio exterior, otros en la banca de personas, otros en el área de inversión y varios en el comercio. Por su parte, el financiamiento de bienes de capital es cada vez más un ámbito con características especiales: supone plazos distintos, tasas fijas más que flotantes, conocimiento de la tecnología, etc. Esto, junto al hecho de

que la nueva Ley de Bancos incluyó al leasing entre las actividades complementarias al giro bancario, permitirá a esta especialidad contar con un mercado propio.

La segunda razón, es la importancia que tiene el que se hayan concedido permisos para que las empresas leasing puedan emitir bonos, que es la forma particular que tiene el sector para financiarse. En la actualidad, en Chile, los bonos se han emitido dando en prenda el contrato de arrendamiento. La industria del leasing esta intentando convertirse en una experta en levantar fondos de mediano plazo. Especialmente se han estado concentrando en levantar fondos de todas aquellas agencias de países desarrollados que de alguna forma promueven las exportaciones de bienes de capital de su país. Otra fuente de financiamiento que se esta tratando de lograr son los fondos provenientes del Banco Mundial y el BID. De hecho, a fines de 1989 el Banco Mundial girará US \$50 millones que se canalizarán exclusivamente hacia las empresas de leasing del país, a través de CORFO.

Tercero, existe la posibilidad que el leasing se amplié a otros mercados. Si bien el leasing esta especialmente diseñado para el mercado de bienes de capital, en países como USA, también opera en otros campos, como en la adquisición de automóviles. En ese país entre el 20% y el 25% de los automóviles se venden vía leasing. Esto funciona bien porque el consumidor se acostumbra a pagar una cuota fija todos los meses y cambia los autos todos los años. Así, los productores de bienes que crean sus empresas de leasing, mantienen un mercado cautivo.

Cuarto, con el modelo de economía abierta implementado en Chile, se obliga a las empresas a estar tecnológicamente al día para no perder competitividad. Esto hace aumentar el nivel de importaciones de bienes de capital y el leasing aparece como la forma mas adecuada de financiamiento.

Finalmente, la meta de la industria del leasing es financiar, en un futuro no muy lejano, entre el 20% y el 30% del total de importaciones de bienes de capital del país, considerando que en los países desarrollados se ha logrado esto. La cifra de colocaciones proyectada para el leasing en 1990 se aproxima a los US \$200 millones. En esta línea la industria del leasing pretende, primero, aumentar el acceso a los recursos de los fondos de pensiones y compañías de seguros, de hecho la ACHEL ya presento a la Junta de Gobierno un proyecto que considera la ampliación de estos márgenes; y, segundo, lograr un mayor acceso a recursos externos.

LAS ADMINISTRADORAS DE TARJETAS DE CREDITO

A.- INTRODUCCION

En el mercado nacional, las tarjetas de crédito hicieron su aparición en el mercado en 1978, cuando se inicia la afiliación a Diners Club International, de socios y

establecimientos comerciales de la ciudad de Santiago. Mas tarde, en mayo de 1979, surgió Visa y en 1980-1981 aparece en el mercado Mastercard. Finalmente, en octubre de 1985, precedida por una fuerte campaña publicitaria, nace la primera tarjeta auténticamente nacional: Magna.

El sistema se inicio con una tímida emisión inaugural de 23.500 tarjetas. El último año se registró un total de más de 500.000. El crecimiento promedio de sistema en nuestro país es de 35% anual y las compras que se realizan por este medio suman un monto de US \$280 millones, aproximadamente.

En Chile, circulan 6 tarjetas: Mastercard, con 114.600 socios aproximadamente, a fines de 1988; Visa, con 266.363, y Magna, con 108.797, que son administradas por Bancard S.A., y emitidas por diversas entidades bancarias.

Visa, en su modalidad nacional e internacional, es emitida por los bancos de Crédito, Concepción, Español, de Chile, Internacional, Sudamericano, Pacifico, del Desarrollo, Osorno, Centrobanco, Bhif, Nacional, Citibank y la financiera Atlas.

Mastercard, tanto nacional como internacional, en cambio, es emitida por los bancos de Santiago, Edwards, Chase y por la empresa Fincard. Mientras que Magna, de nivel nacional, es emitida por las financieras Fusa y Financo, el banco de Santiago y la empresa Fincard.

Además, esta Diners, con 60.000 socios, que es emitida y administrada por Tarjetas de Chile S.A., empresa ligada a Citicorp. Finalmente, figura American Express, cuyo número de socios es impreciso (algunos dicen que 4.700), y que no es emitida en el país y cuyas cuentas se cancelan en dólares, al igual que Carte Blanche de reciente aparición y de origen europeo.

En todo caso, debe tenerse presente que la participación de mercado no necesariamente implica la misma proporción en la cantidad de recursos movilizados por cada tarjeta, dadas las diferencias de requisitos en cuanto a su posesión.

B.- REGLAMENTACION

El Banco Central dicto a fines de 1987, las normas mediante las cuales se rige el sistema de tarjetas de crédito, el cual hasta la fecha estaba regulado por disposiciones de la SBIF, en virtud de que estas entidades eran los emisores de este tipo de instrumentos.

Uno de los aspectos sobresaliente de la normativa es que se reconoce y precisa la existencia de entidades emisoras y operadoras o administradoras de tarjetas de crédito (ATC), como también el hecho de que una empresa actúe en los dos planos a la vez. Hasta ese momento no existía una normativa específica para los operadores distintos de instituciones financieras.

Cabe indicar que estas disposiciones no rigen para las tarjetas de crédito que utilizan algunas casas comerciales.

Las disposiciones establecen que podrán emitir tarjetas de crédito, previa autorización del Banco Central, las empresas bancarias y sociedades financieras establecidas en Chile y las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada constituidas en el país, cuyo giro consiste en la emisión u operación de tarjetas.

Las empresas emisoras deberán contar con un capital pagado y reservas no inferiores a 200.000 UF. Asimismo, el total de sus obligaciones no podrá exceder de 15 veces el capital pagado y reservas. Otro aspecto importante es que las operaciones activas, en términos de plazo o reajustabilidad, no podrán exceder ni ser inferiores, a las correspondientes operaciones pasivas, en más de una vez el capital pagado y reservas, y deberán mantener una reserva técnica, en instrumentos emitidos por el Banco Central o la Tesorería, por un monto no inferior al 3% de su pasivo exigible. En el caso de empresas operadoras de tarjetas constituidas como sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, deberán mantener un capital y reservas no inferiores a 100.000 UF.

Las disposiciones incluyen también las normas para las empresas que actúen como emisores y operadores a la vez de este tipo de instrumento. En todo caso, en términos de capital las empresas que actúan en este momento en el mercado cuentan con una cifra superior a la exigida, vale decir cumplen los requisitos con holgura.

Otra resolución del Banco Central, publicada en mayo del presente, perfeccionó las normas sobre tarjetas de crédito. Ella indica que los contratos de los emisores con los titulares de tarjetas deberán establecer, además de lo que ya consta en ellos, el plazo de vigencia de la misma, el que podrá ser indefinido; el plazo en que se hará exigible la obligación del pago del titular de la tarjeta por las adquisiciones que se realicen con cargo a la misma y el costo que representa para el titular la manutención de la tarjeta y la oportunidad de su cobro.

Los señalados contratos deberán establecer asimismo, la "determinación del recargo por mora que se aplicará y en que situaciones". Otro elemento es que los referidos contratos deberán establecer "la modalidad de tasa de interés aplicable al crédito o avance en efectivo que pueda efectuarse y el período de pago". También deberá consignarse el procedimiento y responsabilidades en el caso de robo, hurto o pérdida de la tarjeta.

Por otro lado, el Banco Central determinó recientemente las normas mediante las cuales las empresas bancarias autorizadas para operar en cambios internacionales, con utilización de tarjetas de crédito, los emisores, operadores y titulares de ellas, deberán actuar.

De acuerdo con estas normas, los titulares de las tarjetas de crédito emitidas en Chile, que permitan su utilización en el exterior, podrán contraer obligaciones en moneda extranjera que deriven, exclusivamente, del empleo de la tarjeta en el exterior y pagar tales obligaciones con sus propias disponibilidades en moneda extranjera, sin acceso al mercado cambiario de divisas. Los pagos respectivos deberán efectuarse al emisor o al operador, según lo que se hubiere convenido al respecto.

Los emisores de tarjetas de crédito, sin acceso al mercado cambiario de divisas, tendrán la obligación de remesar al exterior las divisas que correspondan por la utilización en el extranjero de las tarjetas de crédito que ellas emitan.

Asimismo, estos podrán cobrar al emisor externo y percibir la moneda extranjera que corresponda por la utilización en Chile de las tarjetas de crédito, emitidas en el exterior con la misma marca o que formaren parte del mismo sistema.

Por otra parte, los emisores de tarjetas deberán abrir en el país una cuenta corriente en alguna entidad que este autorizada para operar en cambios internacionales, cuenta que deberá ser en moneda extranjera.

En esta cuenta tendrán que depositar la totalidad de lo que perciban en moneda del exterior y las sumas provenientes de los pagos por la utilización fuera de Chile de la tarjeta.

Finalmente, de esta cuenta las empresas ATC internacionales solo podrán girar para efectuar las correspondientes remesas al emisor externo o para liquidar las divisas en moneda corriente nacional.

C.- SITUACION ACTUAL

Como se sabe, los servicios básicos son relativamente más o menos los mismos en todas las tarjetas.

Más allá de la comodidad y seguridad que representa para el usuario el no transportar cantidades importantes de dinero en efectivo, y evitar el uso de cheques que en determinadas ocasiones ven limitadas su capacidad de liquidez inmediata, las tarjetas de crédito son un probado medio para facilitar muchos trámites comerciales.

La tarjeta de crédito permite comprar a precio contado, y pagar con un desfase de 23 días, como promedio. La fecha de pago es incluso determinada por el usuario, de acuerdo a su disponibilidad de ingresos mensuales.

Además, todas las tarjetas que operan en el mercado nacional tienen una línea de crédito automático y rotatoria, que permite abonar a la deuda, solo el 10% del total de los gastos efectuados en el mes.

En efecto, las tarjetas que son emitidas por entidades bancarias, van ligadas en cuanto a línea de crédito y financiamiento a un banco. Esto, por legislación, las obliga a fijar un límite de gastos y crédito, el cual es en general una vez y media la renta del socio. No ocurre lo mismo con Diners, que es la única que no tiene límite prefijado de gastos y que opera con líneas de crédito de Citibank.

Las tasas de interés aplicadas por todas las tarjetas, sin duda, son más beneficiosas para el comprador que si este tuviera que adquirir el producto con un crédito comercial, en el cual se aplican tasas superiores a las del sistema financiero.

Otro beneficio de los poseedores de tarjetas de crédito son los avances de dinero en efectivo.

En el caso de Magna, Visa y Mastercard, el monto llega al 30% del cupo de crédito de cada afiliado. El cupo, a su vez, se establece por contrato, según la renta y la solvencia de patrimonio. Y en el caso de Diners, los avances en dinero son por un monto de \$30.000 por una sola vez en el mes.

Aparte de lo anterior, existen muchos otros beneficios que cada tarjeta incorpora en forma frecuente para ganar nuevos afiliados. En este sentido, las diferencias comienzan a darse en el desarrollo del producto, en cuanto a los servicios adicionales al mismo.

En todos los casos, el poseedor de una tarjeta de crédito puede solicitar otra adicional para su cónyuge, quien pasa a gozar del sistema con las mismas garantías que el socio titular. Algunas son gratuitas y otras exigen el pago de una cuota anual determinada. Por último, existen tarjetas corporativas, locales e internacionales, que se otorgan a personas jurídicas.

Las tarjetas de crédito, no permiten adquirir un producto o pagar un servicio en cualquier lugar del país. Su uso está restringido al número de establecimientos afiliados al sistema, en cada caso.

Estudios realizados por Bancard revelan que, en orden decreciente los poseedores de Visa, Mastercard y Magna usan principalmente las tarjetas para satisfacer sus necesidades de alimentación, vestuario y bencina.

Para Diners, el principal rubro de utilización es la alimentación y artículos para el hogar, el segundo es de diversión y esparcimiento; y en tercer lugar, el vestuario y calzado.

Cuando el cliente tiene ya su tarjeta de crédito, la idea es lograr incrementar la participación del gasto que la persona efectúa habitualmente. Para esto es necesario que la tarjeta satisfaga la mayor parte de los requerimientos de los clientes y conseguir una clara diferenciación con la competencia.

Al respecto, un aspecto interesante de mencionar es el fenómeno de las revistas, Mastercard, Visa y Diners, a través de este medio, llegan mensualmente a un público no solo con temas de interés general y permanente, sino que con toda una gama de promociones. Con la revista se logra disminuir el costo de comunicación con los socios.

En el extranjero se da la particularidad de que las tarjetas son vendidas por correo. Pero en Chile, aparte de que una proporción relativamente reducida de personas se acercan a solicitarlas, las exigencias de los bancos en materia crediticia, dan otro cariz al método de llegada al cliente; a este se le exige una serie de antecedentes, que por correo no se pueden obtener tan fácil.

Aunque cada día el acceso a las tarjetas de crédito se hace más expedito, la obtención de una de estas está sujeta fundamentalmente a la renta del interesado, a sus antecedentes comerciales y a la estabilidad que este y su empleador puedan acreditar.

En el caso de Diners, el segmento del mercado al cual está dirigida es el ABanco Central¹ y se exige que el potencial cliente tenga una renta mínima de \$200.000, además de un cierto patrimonio. También Diners tiene una tarjeta internacional.

Respecto a Magna, esta está dirigida al sector medio (C2C1) y la renta mínima requerida para acceder a ella es de un poco más de \$45.000 líquidos.

Mastercard y Visa, en tanto, si bien están dirigidas al segmento ABC1 y también C2, tienen otras características, debido principalmente por el nivel de ingresos de los socios, el número de tarjetas en circulación y la cantidad de establecimientos comerciales afiliados.

Visa tiene un producto clásico, cuyos socios tienen rentas que superan los \$100.000. Mastercard, por el contrario inicia su segmento en los \$120.000. Las dos tarjetas cuentan con un producto del tipo Internacional y del tipo Dorada. En el caso de la Gold Mastercard, los socios deben tener una renta mínima de \$250.000 y para Visa Dorada la mayoría de los bancos exigen ingresos superiores a los \$300.000. Para Mastercard Internacional y la Visa Internacional, los requisitos son un poco menores.

Por último, American Express es bastante diferente. La tarjeta está presente en Chile desde hace casi 14 años. Es una tarjeta eminentemente internacional. Es emitida y administrada en USA por American Express Travel, la misma de los Travellers Checks y sus socios deben tener una renta superior a US \$20.000 anual, además de viajar continuamente. En el caso de la tarjeta dorada, Gold American Express, la renta mínima exigida es de US \$30.000 dólares al año. Además, solo se entrega por invitación especial del banco que la administra (Bice en Chile). Cabe destacar que los consumos realizados por medio de esta tarjeta

son facturados en dólares, al igual que todas las tarjetas internacionales y doradas.

American Express tiene afiliadas a las más selectas casas comerciales y hoteles, aproximadamente 2600 establecimientos. Mediante el sistema de marketing directo, es promocionada en cada uno de esos lugares, vía un folleto; en su interior, además de una descripción de los beneficios, el interesado hallará los requisitos para afiliarse al sistema. En todo caso, se acaba de iniciar en Chile el Bank Approval Program que permitirá a los chilenos adquirir esta tarjeta en el país.

Entre los servicios que ofrece la tarjeta está el que no preestablece límite de cargo; brinda información sobre asistencia médica y legal en casos de emergencia las veinticuatro horas del día; cambio de cheque personales alrededor del mundo; seguro contra accidentes de viaje, por un monto de US \$100.000, entre otros.

La marca, a fines del año pasado, fue publicitada en algunos medios escritos. Pero, asimismo, le asignan una importancia fundamental a acciones más directas. Así realizan, por ejemplo, cursos de capacitación a los hoteles afiliados, para mejorar los servicios de estos.

D.- PERSPECTIVAS

A futuro se espera un crecimiento importante del mercado, tal como a sido la tendencia hasta hoy en día. Se espera que para 1992 haya en circulación un millón de tarjetas de crédito en el país. Dicho crecimiento se materializará en la medida que los chilenos aumenten su poder adquisitivo, se generen nuevos productos que satisfagan las necesidades hasta ahora descuidadas, las tarjetas vayan incorporando nuevos y mejores servicios, etc.

De hecho, en los dos últimos años el promedio real de compra por tarjeta aumento significativamente alcanzando cifras de entre el 10% y 17% anual.

Por otro lado, existen tres hechos concretos que permitirán que el mercado de las tarjetas de crédito crezca en el futuro.

El primero es el hecho de que American Express vaya a instalar un centro de administración de tarjetas de crédito en Chile.

El segundo es la expansión de Bancard al rubro de financiera mediante Fincard, que ahora esta emitiendo también las tarjetas que administra la primera. Seguramente gran parte de los clientes de la financiera accederán a poseer las tarjetas.

Por último, el tercero es que con un capital de \$825 millones quedo legalmente constituido una nueva ATC, la Sociedad Interbancaria ATC S.A. cuyos socios son los bancos de Chile, Crédito, Concepción, Español, Edwards, Osorno, Sudamericano y Centrobanco. La que inicialmente administrará las tarjetas VISA emitidas por los bancos socios a partir de 1990.

LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS MUTUOS

A.- INTRODUCCION

Estas empresas se especializan en la venta de participaciones de pequeña cuantía del capital mutuo, e invierten los recursos así captados en una serie de instrumentos financieros específicos.

El rendimiento de esta inversión es repartido por igual en cada una de las participaciones. El pequeño inversionista puede beneficiarse así de las ventajas de la diversificación y de una gestión técnica y profesional. Además, el inversionista se beneficia de una alta liquidez, aprovechando economías de escala de la inversión total del fondo y obteniendo tasas más convenientes por períodos cortos de inversión.

Los fondos mutuos pueden ser de dos tipos, de renta variable o de renta fija. Son de renta variable cuando el fondo esta invertido en valores cuya rentabilidad es esencialmente variable, como son por ejemplo, las acciones de sociedades anónimas. Por otro lado, son de renta fija cuando el fondo se invierte en valores cuya rentabilidad está garantizada, porque entre otras cosas, son emitidos por entes de gran solvencia, tales como el propio Estado.

Existen diferencias en cada uno de los fondos mutuos dependiendo de sus políticas de inversión. En tal sentido, existen tres tipos de fondos mutuos:

- ? De renta fija de corto plazo: Son aquellos que deben invertir el 90% de su cartera en instrumentos de renta fija de corto plazo (con vencimiento igual o inferior a 120 días) y el resto en instrumentos con vencimientos superiores a los 120 días. Tanto los tipos de corto plazo como los de mediano y largo plazo se valorizan según la tasa de interés de compra de los mismos. Además dentro de esta categoría, y de las otras también, los distintos fondos mutuos se diferencian respecto a su reglamento interno. Al respecto, la cláusula más importante de estos es el período máximo de pago.
- ? De renta fija de mediano y largo plazo: Son aquellos que pueden invertir más del 10% de su cartera en instrumentos de renta fija cuyo vencimiento sea superior a 120 días (instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo). A diferencia del anterior, este tipo de fondo mutuo debe valorizar los instrumentos de renta fija de vencimiento superior a 120 días de acuerdo a las tasas de interés de mercado.

? De renta variable: Son aquellos que pueden invertir en acciones y en instrumentos de renta fija de corto, mediano y largo plazo sin restricciones de porcentajes más allá de los que el propio fondo mutuo se auto imponga. Estos fondos mutuos valorizan las acciones a precios de mercado y, respecto de los instrumentos de renta fija, los de corto plazo se valorizan de acuerdo a la tasa de interés a la cual se compraron y los de mediano y largo plazo, de acuerdo a la tasa de interés de mercado.

Considerando lo anterior, es importante destacar que las variaciones en las tasas de interés afectan en distinto grado a los fondos dependiendo del tipo de que se trate y de la composición de su cartera.

Así, los fondos mutuos de inversión en renta fija de corto plazo no hacen ajustes de precio ante variaciones en el mercado mientras que los de renta variable y los de renta fija de mediano y largo plazo se ven afectados en mayor o menor medida, dependiendo del porcentaje de su activo invertido en títulos de mediano y largo plazo y de la composición de la cartera de estos títulos.

B.- REGLAMENTACION

En términos legales, fondo mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública que administra una sociedad anónima (AFM) por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes.

Las personas que invierten en dicho fondo pasan a llamarse partícipes. Tal calidad se adquiere en el momento en que la AFM recibe el aporte del inversionista.

Los aportes quedarán expresados en cuotas del fondo, todas de igual valor y características, se consideran valores de fácil liquidación para todos los efectos legales y se representarán por certificados nominativos.

La administración de los fondos mutuos será ejercida por sociedades anónimas cuyo exclusivo objeto sean tales administraciones. La sociedad podrá administrar más de un fondo mutuo, siempre y cuando cumpla los requisitos que la ley establezca.

La AFM deberá establecer un reglamento interno para cada fondo mutuo que opere. Este deberá contar con la aprobación de la SVS. En este reglamento interno, entre otras cosas, deberá indicarse: la política de inversión del fondo, vale decir, si este es de renta fija, variable o mixta, estableciendo los porcentajes respectivos; y la remuneración de la AFM por su administración y los gastos de operación que puedan atribuirse al fondo, estos se devengarán diariamente y deberán distribuirse de manera que todos los partícipes contribuyan a sufragarlos en forma equitativa.

Las cuotas de un fondo mutuo son altamente liquidas pues los partícipes podrán en cualquier tiempo, rescatarlos total o parcialmente. Para tal efecto las cuotas de fondos mutuos se valorarán diariamente en la forma que estipula la ley. Los valores de rescate así establecidos se pagarán en dinero efectivo dentro de los 10 días siguientes a la presentación de la solicitud de rescate.

Por otro lado, los partícipes de un fondo mutuo también se benefician del hecho de que por ley las AFM deberá repartir en dinero efectivo a los partícipes, a lo menos dos veces al año, el total de los beneficios netos producidos por las inversiones del fondo en el respectivo período.

Finalmente, los beneficios que la AFM reparta a los partícipes por las inversiones del fondo, hechas por cuenta de aquellos, estarán exentos del impuesto de primera categoría de la ley de la renta. Asimismo, no se considerará renta al mayor valor que los partícipes obtengan por el rescate de sus cuotas, a menos que la operación represente el resultado de negociaciones habituales.

Un hecho que es de suma importancia para las AFM es que transcurridos 6 meses desde la fecha de su iniciación, los fondos mutuos no podrán tener menos de 200 partícipes y el valor global de su patrimonio neto deberá ser equivalente a lo menos a 18.000 UF.

Además, en relación con b anterior, la colocación de cuotas de un fondo mutuo podrá hacerse directamente por la AFM o por intermedio de agentes de valores, de corredores de bolsa y de agentes colocadores.

C.- SITUACION ACTUAL

El actual sistema de fondos mutuos es una eficiente combinación de rentabilidad, liquidez, seguridad y servicios, y el crecimiento logrado en los últimos tres años demuestra que recuperó la confianza del público.

Efectivamente, en 1985 el mercado ascendía a \$11.000 millones (en moneda de esa época), habiendo solo dos AFM (Banchile y Capitales Unidos) y los partícipes eran 11.000. En diciembre de 1988, las AFM eran 9, los fondos mutuos 25, los partícipes 25.009 y el patrimonio de \$92.018 millones. El punto máximo del sistema se produjo en 1981, niveles a los cuales se esta llegando nuevamente. Por ejemplo, si se compara con respecto a 1980, en términos reales, en 1988 el patrimonio neto de los fondos mutuos es un 81,2% del de ese entonces.

Sin embargo, ahora el sistema es muy sólido ya que cuenta con el respaldo de instituciones financieras extranjeras y con reglamentaciones y controles mucho más estrictos que los que había antes, lo que ha hecho posible una sustancial mejoría en el nivel de confianza del público para con el sistema.

Dos hechos marcan profundamente al mercado de fondos mutuos en el último tiempo: la baja en las comisiones cobradas a los partícipes para ganar competitividad y el continuo ingreso de nuevos competidores al mercado.

En julio de 1988, varias AFM pusieron en práctica una fuerte baja de las comisiones cobradas a los partícipes. Ejecutivos del sector justifican la medida más que nada como una ofensiva contra la competencia del segmento, colocando al sistema en una posición más atractiva para los inversionistas respecto de otras opciones.

En los últimos diez años, ha habido cambios profundos en el mercado financiero y la reducción de las comisiones obedece a la adaptación a la nueva realidad.

En 1978, la inflación anual alcanzaba aproximadamente a 30.8%, en tanto que la tasa de interés real era de 17.5%. En suma, los recursos se reajustaban en un 47.8% al año, y la comisión cobrada en ese entonces por las AFM del orden del 4.3% anual, representa alrededor del 9% a 10%. Ese porcentaje se mantuvo en el tiempo. El resultado fue que con una inflación del 10%, más un reajuste anual de los recursos de 4% a 5%, la comisión cobrada paso a representar alrededor de un 30% del reajuste total, traduciéndose en rentabilidades poco competitivas en relación a otras alternativas de inversión. Así, en la actualidad, el nivel de comisión, se traducía en una barrera para alcanzar niveles de mayor competitividad.

Otro elemento importante, es que hoy, a diferencia de lo que ocurría hace diez años, los fondos mutuos están administrando dineros fundamentalmente de empresas e inversionistas en el corto plazo. Ello obliga a contar con productos que puedan competir con opciones bancarias y de agentes de valores. Es conocido que en el caso de los bancos, la reglamentación vigente les prohíbe pagar intereses en cuenta corriente, o captar fondos a menos de 4 días. Los agentes de valores y los fondos mutuos no están sometidos a una limitación similar.

Se quiere transformar los fondos mutuos en productos atractivos para el ahorro de las personas y de las empresas, tratando de que estos canalicen recursos al sistema por períodos de mediano y largo plazo, además del corto plazo, como ocurre principalmente en la actualidad.

En todo caso, se considera que la medida es válida solo para los fondos mutuos orientados a captaciones de muy corto plazo, dado que este es el segmento en el cual compiten directamente los agentes de valores. En el caso de los otros fondos mutuos, desde el punto de vista del partícipe, el cargo por comisión es indiferente cuando se da un manejo eficiente de la cartera.

Sin embargo, la baja en las comisiones también puede interpretarse como una guerra de precios, frente al ingreso de nuevas AFM y fondos mutuos al mercado en el último año, y al dinamismo de las AFM.

Desde 1986, y particularmente en los dos últimos años, el mercado de fondos mutuos ha estado caracterizado por el ingreso de una serie de nuevos fondos mutuos y nuevas AFM. En todo caso, este tiene todavía mucho para crecer porque es pequeño respecto del mercado de capitales.

A fines de mayo de 1988, los negocios de los fondos mutuos se acercaban a una cifra inferior al 5% de los depósitos a plazo del mercado financiero. Por ello el sistema puede aún duplicar su participación en el mercado de capitales sin un esfuerzo extraordinario. Tal es la meta de las AFM, la que se logrará en la medida que se siga ampliando la red de venta a provincias y que las buenas condiciones económicas persistan.

Por ejemplo, el grupo Tanner, relacionado a Financo, administraba 3 fondos mutuos a comienzos de 1988, cada uno con su propia AFM, a saber, Tanner I, Tanner II y Capitales Unidos. Durante 1988, se asocio con el Continental Illinois Bank, para formar la AFM Tanner & Continental Illinois S.A. Esta paso a administrar 2 fondos mutuos, disolviéndose los anteriores.

A esta reestructuración se suma el ingreso al mercado de la AFM Bancrédito, relacionada con el Banco de Crédito e Inversiones; Bice, relacionada al banco del mismo nombre; e, Inverchile, las cuales crearon dos fondos mutuos cada una. También, ingresó al mercado la AFM Década Noventa que administra el fondo mutuo Toronto Trust.

D.- PERSPECTIVAS

El mercado de fondos mutuos presenta un futuro que se puede caracterizar eventualmente como bueno. Así se desprende del entusiasmo con que nuevos participantes ingresan a él. Un punto que avala este razonamiento es el hecho de que los fondos mutuos son todavía inferiores al 10% de los depósitos a plazo del sistema financiero y, en consecuencia, pueden aun duplicar fácilmente su participación en el mercado de capitales.

Sin embargo, para que esto se concrete, los fondos mutuos deberán competir con otros instrumentos de inversión, tal como los de los recién creados fondos de inversión o los mutuos hipotecarios. Aunque quizás esto no sea problema en un mercado financiero en expansión.

Seguramente, para lograr su fin, los fondos mutuos deberán hacer aun más competitivo su producto, deberán implementar una estrategia geográfica más agresiva y deberán aprovechar más la dinámica del sector financiero, en general.

En cuanto a la competencia dentro del mercado de los fondos mutuos, al parecer esta se intensificará si sigue la tendencia de ingreso de nuevos participantes, lo que parece improbable. En caso contrario, la solución estaría en que el mercado

continuará su crecimiento a las mismas tasas en que lo ha hecho en los últimos años.

LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSION DE CAPITAL EXTRANJERO

A.- INTRODUCCION

Con fecha 29 de septiembre de 1987 se publicó en el Diario Oficial la Ley 18.657, que establece un marco legal y tributario para la constitución y operación en Chile de fondos de inversión de capital extranjero (FICE) y de administradoras de fondos de inversión de capital extranjero (AFICE). El objetivo de estos es captar recursos provenientes de inversionistas institucionales extranjeros, para su inversión en títulos financieros emitidos en Chile.

La creación de estas entidades se encuentra dentro de la concepción del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, denominándolas específicamente Anexo 4. Sin embargo, los aportes al FICE pueden ser hechos bajo inversión directa (DL 600). La idea surgió de una iniciativa de Inverchile en respuesta a una petición del Midland Bank con respecto a su inversión en Chile.

El Banco Central apoyo esta iniciativa, en primer lugar, por la necesidad de captar ahorro externo que permita financiar tasas sostenidas de crecimiento de nuestra economía, junto con la conveniencia de flexibilizar los canales tradicionales de captación, esto es, la inversión directa y el endeudamiento.

Por otra parte, los inversionistas institucionales de países desarrollados disponen de cuantiosos fondos destinables por definición al mercado de valores, y además requieren de una diversificación geográfica del riesgo asumido. A la vez, nuestro país tiene en carpeta una amplia gama de proyectos de inversión rentables que no han podido ser puestos en marcha precisamente por la escasez de capital de riesgo para financiarlos.

La idea es que en el extranjero se constituyan entidades que han sido denominadas FICE, pero que pueden asumir distintas estructuras jurídicas, para captar recursos en el exterior y, luego de convertirlos a pesos, exista un acuerdo con el Banco Central para ingresarlos al país al amparo del DL 600 e invertirlos en valores de oferta pública. La administración de la cartera de inversiones que así se forme estará a cargo de una sociedad anónima que se constituirá para ese exclusivo efecto, es decir, una AFICE.

Entre las varias ventajas de esta iniciativa se cuentan las siguientes: se trata de capitales nuevos ("new money"); se da entrada a inversionistas institucionales que de otro modo no habrían podido aportar sus fondos al proceso chileno; dicha inversión no tomará canales tradicionales, sino que será a través de una estructura financiera más equilibrada y flexible, lo que se obtiene con

proporciones adecuadas de capital de riesgo y deuda; por esa vía se perfeccionará el mercado accionario, por la estabilidad de los precios bursátiles y por el uso de mecanismos de defensa del pequeño accionista; y finalmente, se darán a conocer las empresas y el proceso económico chileno en el exterior.

Por todo lo anterior, más los otros mecanismos vigentes de captación más tradicional de ahorro externo (el DL 600 y los Capítulos XVIII y XIX), es indudable que esta novedosa iniciativa está llamada a tener una importante gravitación en el desarrollo y tecnificación del mercado de valores nacional.

B.- REGLAMENTACION

La normativa que rige a los FICE se encuentra en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales, Capítulo XIX, Anexo 4. La legislación vigente permite a inversionistas externos que posean títulos de la deuda externa chilena para crear sociedades de inversión que mantengan en nuestro país un diversificado portfolio de intereses, empresas cuya operatoria se asemeje a las de los fondos mutuos.

Los inversionistas en cuestión, que deberán ser personas jurídicas con residencia y domicilio en el extranjero, podrán aplicar dichos pagarés a la suscripción y pago de acciones de sociedades anónimas chilenas cuyo exclusivo objeto sea realizar inversiones en el país en los términos y condiciones que se establecen para este efecto.

Las empresas inversionistas deberán poseer un patrimonio igual o superior a US \$5 millones o su equivalente, y no deberán estar, directa o indirectamente, controladas por personas de nacionalidad chilena o con residencia en el país.

Las operaciones de los FICE y las AFICE deberán ser autorizadas por el Banco Central, previa presentación por parte de los interesados de una completa información sobre los inversionistas, patrimonio, proyectos de estatutos de la sociedad, etc.

Los FICE en cuestión deberán constituirse como sociedades anónimas cerradas, con un capital mínimo al equivalente en pesos de US \$20 millones, y las acciones que se emitan no podrán tener un valor de suscripción inferior al equivalente en pesos de US \$100.000. Dichas acciones solo podrán pagarse por los inversionistas con el producto en pesos moneda corriente nacional proveniente del pago de los créditos o mediante aporte de los instrumentos que hayan recibido en canje de los créditos, o de la moneda corriente nacional recibida en pago de estos instrumentos.

Las acciones una vez suscritas y pagadas, podrán ser libremente transferidas en el exterior por y entre personas jurídicas con residencia y domicilio en el extranjero.

Ningún accionista podrá poseer, directa o indirectamente, más del 25% del capital del FICE, salvo autorización expresa del Banco Central de Chile. Los FICE no podrán tener un plazo de duración inferior a 12 años y solo podrán distribuir utilidades a sus accionistas una vez transcurridos los primeros cinco ejercicios anuales.

A contar del quinto ejercicio señalado, el FICE podrá distribuir hasta un 90% de sus utilidades anuales y, además, hasta un 20% de las utilidades que haya obtenido durante los primeros cinco ejercicios.

Sin embargo, toda cantidad que se remese, que no corresponda al capital originalmente invertido, revaluada por las inversiones del FICE, estará afectada a un impuesto único a la renta del 10%. Este impuesto será retenido por la AFICE al momento de efectuar la remesa, y se enterará en arcas fiscales en el plazo señalado en el Art. 78 de la Ley sobre Impuesto a la Renta. Dicho impuesto será el único que afecte a las rentas generadas por las operaciones del FICE en el país.

Este régimen tributario formará parte del contrato de inversión extranjera que se suscriba de acuerdo al DL 600 y tendrá garantía de invariabilidad por todo el plazo de duración del respectivo FICE en el país.

Del mismo modo, los FICE estarán obligados a informar mensualmente al Banco Central sobre la cartera de inversiones y de las transacciones realizadas.

La normativa establece que los FICE formados con el producto del rescate de pagarés de deuda externa chilena vía Capítulo XIX, podrán invertir en:

- ? Acciones de sociedades anónimas chilenas.
- ? Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Fisco, por entidades del sector público y por la CORFO.
- ? Títulos emitidos por el Banco Central.
- ? Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por bancos e instituciones financieras establecidas en el país.
- ? Bonos y efectos de comercio inscritos en el Registro de Valores.
- ? Cualquier otro título o valor cuya adquisición cuente con la autorización expresa del Banco Central.

Del mismo modo, se establece que las inversiones que los FICE realicen no podrán exceder, directa o indirectamente, del 10% del capital social con derecho a voto de un mismo emisor. Dicha restricción será de un 15% del capital social con derecho a voto, si el excedente sobre el 10% correspondiente a acciones de primera emisión suscritas y pagadas por el correspondiente FICE.

La inversión en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor no podrá superar el 10% de los activos del respectivo FICE, salvo que se trate de

títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado o el Banco Central.

A partir del cuarto año contado desde su iniciación de actividades, el FICE deberá tener al menos el 80% de sus activos invertidos en acciones e instrumentos financieros de largo plazo. Con todo, y también a partir de esa fecha, al menos el 60% de los activos deberá estar invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas. Sin embargo, dichos límites no serán aplicables durante el año que preceda a la disolución del FICE y serán reducidos a 40% y 30% respectivamente, durante el año que anteceda a la disolución.

Se entenderá por instrumentos de largo plazo aquellos cuya fecha de vencimiento exceda a cuatro años a contar de la fecha de adquisición de los mismos por la respectiva sociedad de inversiones.

Los accionistas del FICE tendrán acceso al mercado de divisas tanto para remesar las utilidades, como el capital, dentro de los plazos establece en la ley.

Aquellos FICE que contraten con terceros la administración de su cartera de inversiones, vale decir, con una AFICE, deberán someter a la aprobación previa del Banco Central el sistema de remuneraciones, a pagar por dicho concepto.

Una de las diferencias de estos FICE con las operaciones del capítulo XIX tradicional, es que en estas últimas el Banco Central autorizaba la inversión en un determinado proyecto. En cambio, aquí se abre la posibilidad de contar con un portafolio de inversiones.

La diferencia de estos FICE con el DL 600 para los inversionistas extranjeros, es que las normas recién aprobadas permiten la aplicación de pagarés de la deuda, en tanto que los otros deben constituirse con dinero fresco.

Las operaciones del Capítulo XIX tradicional permiten la repartición de utilidades el quinto año, y a partir de allí enviar al exterior anualmente un 25% de las utilidades de ejercicios pasados. Los FICE, en cambio, podrán al sexto año, y a partir de allí, enviar al exterior anualmente el 20% de las utilidades de ejercicios anteriores.

En las operaciones del Capítulo XIX tradicional el capital invertido se puede remesar el décimo año, en tanto que en este caso será al décimo segundo año.

Si la inversión se hace en forma directa, vale decir, mediante DL 600, el FICE debe ajustarse a esta reglamentación. Esto es, se tiene la ventaja de que las utilidades se pueden repatriar de inmediato, pero el capital debe esperar cinco años.

Existe además la posibilidad de cubrirse de los riesgos cambiarios con una operación hedge: el Banco Central le compra los dólares a la AFICE con el

compromiso de revendérselos y, al mismo tiempo, le vende moneda local con pacto de retrocompra.

En todo caso, si se invierte mediante el Capítulo XIX, se tiene la ganancia inicial de convertir deuda.

C.- SITUACION ACTUAL

Actualmente existe un FICE operando en Chile y tres autorizados para operar, estando estos a la espera de su implementación definitiva.

En junio de 1988, comenzó a operar en el mercado local el FICE vinculado al Midland Bank y la Corporación Financiera Internacional (CFI), filial del Banco Mundial, tras la aprobación de los pagarés de deuda externa presentados por los inversionistas al Banco Central.

El FICE, que cuenta con un capital de US \$30.15 millones, tiene como participantes a la CFI (US \$7.5 millones), Midland Bank (US \$7.5 millones), Banco del Río de la Plata, sucursal Panamá (US \$5.5 millones), Banque Europeenne pour la Amerique Latine (US \$1.5 millones), Banque Sudameris (US \$5.1) y Marine Midland Overseas (US \$3).

El FICE se denomina The Chile Investment Co., en tanto que la AFICE es Investment Management Co. Inverchile actúa como asesor de inversiones.

Además, a comienzos de julio de este año, esta AFICE constituyó un segundo FICE, denominado "The International Investment Company of Chile" mediante una conversión de deuda vía Capítulo XIX, por US \$62,3 millones y que operará también mediante dicha normativa.

Sus socios son la CFI y el Midland Bank en calidad de inversionistas patrocinadores; The Hong Kong and Shanghai Banking Co. y Banque Sudameris, en calidad de inversionistas copatrocinadores; y, el Lloyd Bank, Union Bank of Switzerland, Banque Nationale de Paris y Marine Midland Overseas Co., en calidad de otros inversionistas.

El resto de los FICE autorizados pero no operando, son tres.

El primero es un FICE autorizado bajo la normativa del Capítulo XIX, cuyo capital fluctuará entre US \$30 millones y US \$75 millones. Dicho FICE esta relacionado al banco Security Pacific y se encuentra en la etapa de colocación, esto es, los gestores de la iniciativa están en el proceso de captación de socios en el extranjero, que se interesen en participar en inversiones en Chile.

Existe un segundo FICE, el que acciona a través del DL 600 y que encabeza Citicorp. Dicho FICE, también autorizado en principio, se encuentra lo mismo que el anterior en su etapa de colocación en el exterior.

El tercero es el FICE "The Chile Found Inc", constituido por Salomon Brothers en conjunto con la boutique financiera CEL, en conformidad a las leyes de USA. El FICE operará bajo la normativa del DL 600.

La AFICE será "BEA Administration AFICE" la que cuenta con un capital de US \$31.778.733, dividido en 30.000 acciones nominativas sin valor nominal, íntegramente suscrito y pagado.

Finalmente, seis instituciones se encuentran individualmente estudiando las posibilidades de establecer un FICE.

Se trata de la sociedad de inversiones The Capital Grouping, con sede en California, la que esta organizando el Fondo Latinoamericano Inc., de carácter multinacional, que pretende invertir los recursos que capte en países como Chile, Brasil, México y Venezuela.

Además la empresa Batterymarch, con sede en Boston, esta organizando un FICE que espera captar recursos de los fondos de pensiones norteamericanos, japoneses y europeos para invertirlos en países latinoamericanos como Chile.

También, se encuentran avanzadas las gestiones para que comience a operar en Chile un nuevo FICE, iniciativa que corresponde a la American International Group, a través de su filial Investment Management, con sede en Londres.

Las acciones del FICE se transarán en Londres y los recursos, que serán administrados por la AFICE Génesis, serán invertidos preferentemente en activos de mercados de capitales de países emergentes. Hasta el momento no se ha definido los montos que podrían ingresar a Chile, pero en todo caso lo harán bajo el DL 600.

También hay interés de New World Investment Fund, con sede en California, que ya captó US \$100 millones, de los cuales la CFI participa en 15%. Dicho FICE operaría en 5 países latinoamericanos (México, Venezuela, Brasil, Argentina y Chile). En el caso de Chile los recursos ingresarían vía DL 600 y serían de alrededor de US \$15 millones.

Por otra parte, ya se creo la AFICE "Inverchile Equimark S.A." que tiene la intención de crear un FICE que opere a través del DL 600 y que permita captar US \$5 millones en el exterior, específicamente entre inversionistas institucionales de USA.

Por último, el Chase Manhattan Bank creará antes de fin de año, el FICE "Chile capital Depelovment Found", por una máximo de US \$100 millones y que operará

bajo la modalidad Capítulo XIX. Apenas se apruebe por parte del Banco Central esta iniciativa, se determinará definitivamente quienes serán los accionistas y cuales los pagarés de deuda a convertir.

D.- PERSPECTIVAS

El mayor beneficio para los inversionistas es que esta modalidad mediante FICE amplían las posibilidades de operar con pagarés de la deuda externa vía Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Las autoridades han indicado que existe mucho interés de inversionistas extranjeros por utilizar esta fórmula de inversión, especialmente de parte de bancos regionales extranjeros e inversionistas menores, los cuales no tienen el conocimiento ni la capacidad de contar en Chile con representantes que manejen estas inversiones. Sí, en cambio, pueden participar en una empresa colectiva con otros inversionistas con mayor conocimiento de las posibilidades de inversión en Chile.

Por último, Chile esta a la vanguardia en la creación de este tipo de sistemas. Además, el país exhibe un manejo económico serio y responsable, lo que implica credibilidad a los inversionistas externos. Todo esto sumado a una muy buena y atractiva rentabilidad en el mercado accionario, aunado a la baja relación precio-utilidad.

Los inversionistas internacionales necesitan de nuevas opciones de inversión que les permitan diversificar sus portfolios y esta es una buena alternativa para lograrlo. Además, los fondos requeridos para invertir no son altos, considerando los patrones internacionales de flujos de capital.

En consecuencia, si se coincide en que el inversionista extranjero busca rentabilidad y algún grado de seguridad determinado, se puede concluir que este sector del mercado financiero tiene muy buenas perspectivas de crecimiento.

LAS EMPRESAS DE CAPITAL DE RIESGO

A.- INTRODUCCION

El termino capital de riesgo (venture capital) como se usa hoy en día tiene dos significados bastante distintos.

Primero, puede referirse a capital buscando oportunidades de inversión de alto riesgo y alto potencial de ganancias. Esta definición cubre todo tipo de inversiones, cualquiera sea el origen de los fondos y donde quiera que ellos se inviertan. De aquí que los fondos de una empresa de inversión fundada por compañías de petróleo y usados para llevar a cabo proyectos de exploración,

podría, por ejemplo, calificarse como capital de riesgo de acuerdo a esta definición.

La segunda definición, considerablemente más estrecha, es la que aquí interesa. Esta se refiere a un capital confiado por un gran inversionista a la formación y crecimiento de pequeñas firmas especializadas en nuevas ideas o nuevas tecnologías. El capital de riesgo en este sentido no es solamente el hecho de inyectar fondos en una nueva firma. El inversionista también debe ser capaz de ofrecer las muy especiales habilidades necesarias para evaluar, establecer y administrar la firma. Así definido, el capital de riesgo cubre cuatro distintos tipos de financiamiento, correspondiente a cuatro etapas en el desarrollo de una firma. Dicho comportamiento es el observado en USA.

El primer tipo de financiamiento es el del estudio. Antes que cualquier firma se establezca, un empresario tiene una idea la cual todavía no ha tomado la forma técnica o comercial. El rol del capitalista de riesgo es financiar al empresario, y en algunos casos a un pequeño equipo de desarrollo, mientras se logran especificaciones precisas para el nuevo producto o servicio y se establece una estrategia de negocios.

Esta fase puede tomar hasta un año y requerir una inversión de hasta US \$300.000. Esto es lo más riesgoso y difícil para el capital de riesgo ya que tiene muy poca base para determinar la viabilidad del proyecto. De acuerdo a una estimación, el 70% de los proyectos de negocios son abandonados al final de esta fase.

El segundo tipo de financiamiento es el del establecimiento. Esta es la etapa en la cual el capital de riesgo estará más a menudo comprometido. Una firma tiene que establecerse para generar el producto o servicio imaginado, y llevar cabo la estrategia técnica y comercial. La viabilidad de la operación es aún incierta, pero el capital de riesgo puede evaluarla en base de un plan detallado. Si se convence, prestará sus habilidades de administración para ayudar al éxito de la operación. Se estima que esta etapa toma alrededor de un año y puede significar una inversión de hasta US \$1 millón.

El tercer tipo de financiamiento es el de penetración. La firma ahora tiene un producto o servicio en el mercado pero aún no tiene ni una imagen de marca ni una red de ventas, quizás ni aún su propio sistema de producción. Poner todo en orden puede tomar varios años y significar varios millones de dólares.

Durante esta fase, el negocio enfrenta competidores establecidos, y el capital de riesgo es necesario porque las ganancias de la firma son demasiado pequeñas para resistir el ataque de la competencia. Tampoco la firma tiene acceso a otras fuentes de financiamiento (sus activos no son lo suficientemente tangibles para satisfacer a los bancos, y todavía no participa en el mercado bursátil). En la mayoría de los casos la firma tampoco tiene las habilidades administrativas necesarias para competir con éxito en el mercado.

La principal dificultad de esta etapa (la gran cantidad de fondos necesarios) generalmente será superada por la aventura conjunta de varios capitalistas de riesgo.

El cuarto tipo de financiamiento es el de consolidación. La firma finalmente llega a estar establecida en su mercado, ya sea al final de la fase de penetración (si el mercado objetivo es pequeño y especializado) o más tarde si la firma pretende llegar al mercado masivo. En el caso más tardío, la consolidación significa expandir la capacidad de producción y distribución de la firma para obtener economías de escala. Esto generalmente implica una inversión a gran escala y puede requerir una inyección final de fondos de capital de riesgo.

En USA esta etapa termina con la firma entrando al mercado bursátil (emitiendo acciones). En este punto es en el cual el capital de riesgo culmina su inversión: usando este mecanismo de salida, puede vender sus acciones, haciendo ganancias de capital y, con esta nueva capacidad buscar otros empresarios necesitados de fondos.

Otro y más fácil mecanismo de salida es la compra por parte de un gran grupo. Ya que una firma puede ser comprada, aún en la fase de penetración, el capital de riesgo puede culminar su inversión y hacer ganancias de capital más temprano.

Se estima que el ciclo entero (las cuatro fases) en la formación de una nueva aventura generalmente toma entre 5 y 10 años, con una inversión en capital de riesgo promedio de entre un total de US \$500.000 a US \$700.000 en un negocio individual.

El curso de los eventos por supuesto no siempre sigue este modelo o satisface las expectativas de los inversionistas. La reciente historia de capital de riesgo en USA permite obtener evidencia estadística que indica que de 10 aventuras, 2 son muy exitosas, 5 llegan a ser negocios viables de rendimiento solo aceptable y 3 terminan en liquidación.

Esto es verdad a pesar del hecho de que la industria de capital de riesgo es extremadamente selectiva en sus inversiones: se estudian solo el 10% de las propuestas y se aceptan solo una aún más pequeña proporción. Los casi éxitos y las quiebras son considerados inevitables y parte del juego. La tasa de ganancias varía considerablemente, pero el promedio anual esta entre 30% a 60%, una cifra impresionante en USA, especialmente si es un promedio, y además incluye remuneración para el trabajo de evaluación altamente especializado y lo que significa manejar la firma.

Los padres fundadores del capital de riesgo en USA son la familia Rockefeller, la cual empezó un fondo especial (Venrock) en los 1950s para financiar compañías de nuevas tecnologías; y el general Doriot, que estableció American Research

and Development (ADR) en 1946 en el MIT para financiar la promoción de tecnologías avanzadas desarrolladas en las mayores universidades de USA.

El mercado mostró signos de debilidad en los primeros 1970s pero muy rápidamente se recupero de los obstáculos como los incrementos de impuestos (las ganancias de capital sobre acciones se elevaron de 15% en 1969 a 49% en 1976). Del mismo modo, el agudo corte en la tasa de ganancias de capital (de 28% en 1978 a 20% en 1981) se considera como una de las causas de la reciente ola de inversión en capital de riesgo.

Hoy día hay 5 tipos principales de inversionistas en capital de riesgo en USA, que a continuación se indican.

Primero, están los individuos. Esta consiste de individuos que tienen fondos y habilidades para arriesgar sus fortunas personales en esta actividad. Se piensa que este grupo invirtió un total de US \$500 millones en el mercado hasta 1981.

Segundo, están los fondos mutuos de alto riesgo. Los conjuntos de fondos asignados para operar en este mercado juegan el rol más grande en el negocio de capital de riesgo. Cada uno de estos es fundado por un grupo de inversionistas, con participaciones de entre US \$200.000 a US \$700.000 de un total de US \$6 a US \$7 millones, y es administrado por socios que reciben una comisión sobre las ganancias.

Los inversionistas son usualmente instituciones financieras tradicionales (30% de los flujos vienen de fondos de pensiones, a pesar de que a la fecha tales instituciones han invertido solo un 1% de sus activos en este sector). Los inversionistas, que controlan fondos considerablemente más grandes que las personas, son reconocidos expertos de los más variados campos. A mediados de 1983 había más de 400 fondos mutuos de alto riesgo en USA. Hasta 1981 ellos habían invertido entre US \$1.6 y US \$2.5 billones en firmas innovativas.

Una tendencia reciente, que se debe al éxito del capital de riesgo, es que algunos de estos fondos mutuos están invirtiendo en más aventuras, diversificando para reducir el riesgo: los fondos con alrededor de 30 proyectos tienen una tasa de retorno promedio muy cercana al promedio de todas las operaciones de capital de riesgo en USA.

Las mas grandes compañías son Merrill Lynch Venture Partners (US\$830 millones de capital), Fidelity Technology Fund (US \$700 millones), Twentieth Century Ultra (US \$500 millones), Alliance Technology Fund (US \$180 millones) y Constellation Growth Trend (US \$165 millones).

Tercero, están las compañías de inversión en negocios pequeños. Estas son compañías reguladas por el Gobierno Federal. Dan financiamiento de hasta 3 veces el capital de la pequeñas compañías y su rol es ayudar a la creación y competitividad de negocios pequeños. Existen entre 350 a 400 de esta agencias

en USA, las que habían invertido entre US \$1 a US \$1.5 billones en capital de riesgo hasta 1981.

Cuarto, están los bancos de inversión. El capital de riesgo de este tipo es aún una pequeña fracción de las operaciones de los bancos y del mismo mercado de capital de riesgo. Es posible, sin embargo, que las dificultades estructurales de sus clientes tradicionales y la creciente importancia de las pequeñas firmas de alta tecnología empuje gradualmente a los bancos a expandir su participación en esta área.

Finalmente, están las compañías subsidiarias. Las divisiones y subsidiarias de capital de riesgo de grandes compañías como 3M, Exxon, Xerox, etc son bien conocidas. Elas han sido generalmente establecidas para promover mercados internos de capital, tecnología y habilidades, para asegurarse que la asignación de recursos para alta tecnología sea más flexible y eficiente.

Sin embargo, también invierten en proyectos fuera de esta área, los que son relevantes para el desarrollo y diversificación tecnológica del grupo. Estas compañías tienen considerable peso en el mercado de capital de riesgo y han invertido sobre los US \$1.5 billones hasta 1981. La tendencia reciente de varias firmas en un sector dado de establecer socios en I&D pueden estar relacionadas a este tipo de inversión.

El número de empresas interesadas en atraer capital de riesgo se ha incrementado sustancialmente en USA, especialmente en los 1980s por dos razones:

- ? la riqueza de las nuevas tecnologías básicas (electrónica, procesamiento de datos, nuevos materiales, biotecnología, etc.) ha provisto de excepcionales oportunidades para la innovación.
- ? con la crisis económica, la actividad de los departamentos de I&D de las más grandes empresas industriales ha llegado a ser más selectiva, y algunos proyectos han sido suspendidos o abandonados. Esto ha empujado a los investigadores e ingenieros involucrados a desarrollar su propio trabajo fuera de las compañías, ya sea individualmente o en equipos.

El número de proyectos propuestos a la industria de capital de riesgo se estima en alrededor de 10.000 en 1981, pero la proporción de proyectos viables se estima en un número mucho más bajo. En 1981 los 200 más grandes capitalistas de riesgo invirtieron en solo 800 proyectos. La diferencia se debe al hecho de que el capital de riesgo evalúa los proyectos más bien en términos de historial profesional y logros técnicos anteriores de los postulantes, más que el contenido de sus ideas o proyectos.

Así, la demanda efectiva por capital de riesgo surge esencialmente de una universidad o un grupo industrial de élite (un grupo que se expande pero aún está concentrado en un número limitado de firmas, industrias o áreas geográficas).

Esta característica es algunas veces considerada como una debilidad del capital de riesgo en USA. Para ilustrar esto, se menciona el caso de Tele Video, establecida en 1976 por un ingeniero coreano de la Universidad de Utah, quien no pudo obtener capital de riesgo. Sin embargo, se financió con una hipoteca de su auto y casa, logrando llegar a ser líder en el campo de las pantallas de alta resolución, incluso adelante de IBM.

B.- REGLAMENTACION

Específicamente en Chile, no existe limitación mayor que la exigida a cualquier empresa para la operación en el campo del capital de riesgo. Esta situación cambia si la empresa es filial de una empresa fiscalizada por la SBIF, ya que en este caso dicha empresa debe ajustarse a la normativa de esta con respecto a su relación con la casa matriz.

También es necesario diferenciar si la empresa se organiza como una AFI con un fondo de inversión de capital de riesgo, caso en el cual debe ajustarse a la normativa que regula tales empresas. En caso contrario no existe normativa al respecto.

C.- EL CAPITAL DE RIESGO EN CHILE

En Chile el capital de riesgo no está difundido. Sin embargo, las experiencias internacionales exitosas han llevado a algunos agentes inversionistas, entre ellos CORFO, a establecer empresas para tal fin. Al respecto, conviene comentar tres iniciativas en tal sentido.

Primero, Inversiones para el Desarrollo (Indes S.A.), que es la empresa de capital de riesgo pionera en el país. Esta busca y recibe iniciativas o proposiciones de creación de empresas o de expansiones, reconversiones o modificaciones de empresas existentes. La sociedad selecciona, de acuerdo a criterios técnicos, aquellos proyectos que le parezcan más rentables, más productivos y que tengan más posibilidades de desarrollo.

Indes, que empezó a funcionar en junio de 1987 con un capital de \$115 millones, invertirá hasta un 49% del capital necesario, para de esta manera mantener el ímpetu del empresario.

La empresa está formada por la Fundación para el Desarrollo, principal accionista del banco del Desarrollo; la Sociedad de Inversiones y Desarrollo Internacional (SIDI), francesa; la Sociedad Financiera Internacional (EDCS), holandesa; y, la Unión de Empresarios Cristianos (USEC).

Segundo, Fondo de Capital de Riesgo de Sercotec, que comenzó a operar en el tercer trimestre de 1987. Esta, que fue creada por CORFO sobre la base de

recursos propios y de fondos provenientes de empréstitos del Banco Mundial, es operada por Sercotec.

El Fondo, cuyo monto inicial alcanza los US \$5 millones, esta destinado a materializar aportes en aquellas empresas productivas medianas y pequeñas que se aboquen a la explotación económica de tecnologías o productos altamente rentables, y aprovechen iniciativas de empresarios o profesionales innovadores con limitación o insuficiencia de recursos para capitalizar por si mismos estos proyectos.

La participación en el capital de las empresas es temporal, vale decir, se establece por un período definido, que no excede de 5 años, con una posibilidad de extensión máxima de 18 meses.

Asimismo, la participación es minoritaria, y pueden beneficiarse de ella aquellas empresas con activos propios que no excedan de US \$750.000. En todo caso, el aporte no puede ser superior a US \$200.000 o el 40% del capital de la empresa beneficiada, excluida de dicho porcentaje la respectiva inversión. Esta se realizará sin ninguna garantía personal o real específica, y sin intereses.

El Fondo invierte en aquellos sectores que demuestran una mayor rentabilidad y una real potencialidad de mercado, incorporando nuevas tecnologías orientadas a la producción de productos de exportación o sustitución de importaciones. Así, se consideran con especial interés los efectos de una mayor generación de mano de obra, ahorro de divisas y significativos incrementos en la producción.

Por último, Capitales e Inversiones S.A. que entraron en funcionamiento a fines de 1988 impulsado por la Fundación Chile y CORFO, y en el que participan inversionistas privados nacionales y extranjeros.

El Fondo, que busca estimular la capacidad empresarial, esta orientado básicamente a realizar inversiones de capital en pequeñas y medianas empresas con potencial de rápido crecimiento, impulsada por empresarios innovadores a través de participaciones como socio minoritario. El criterio de inversión es que los mayores riesgos se compensen con altas rentabilidades vía ganancias de capital.

La empresa, con un capital de US \$3.2 millones, tiene como socios a Fundación Chile, CORFO, las empresas Bice-ChileConsult, Carolina de Michilla, Copec y la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones.

En cuanto a la política de inversiones, esta se orientará hacia aquellas ramas industriales que probaron un mayor potencial de crecimiento o mayor capacidad de respuesta al cambio que experimento el entorno económico en Chile como: alimentación, madera, muebles y accesorios, papeles y celulosa, químicos, metal básicas, productos metálicos y manufacturas diversas.

El Fondo, que evaluará rigurosamente los proyectos, contempla inversiones en proyectos que oscilen en un rango de US \$300.000. Por el momento, se ha definido un mercado potencial de 650 empresas restringido a Valparaíso y Santiago.

D.- PERSPECTIVAS

Es muy posible que en Chile el capital de riesgo pueda tener éxito. Se han realizado varios concursos de proyectos a nivel nacional, que han demostrado la existencia de muy buenas ideas con un alto potencial de ganancias, faltando solamente el financiamiento de ellos.

Al respecto, Chile tiene ventajas comparativas en las áreas de minería, pesca, forestal y silvo-agropecuaria, así como mano de obra altamente capacitada y barata, parte de la cual no está siendo utilizada en todo su potencial. Mas aun, a pesar de ser el nuestro un país subdesarrollado, se destaca, por lo menos en Latinoamérica, en algunas áreas de tecnología de punta, como es el desarrollo de software.

Por otro lado, el contar con un segmento propio del mercado financiero, ya que los bancos no pueden tener participación directa en este tipo de empresas, hace que, junto con lo anterior, el capital de riesgo como industria tenga posibilidades ciertas de desarrollo en Chile.

En todo caso, la creación de los fondos de inversión de capital de riesgo y sus respectivas AFI vienen a competir directamente con el mercado de las empresas aquí analizadas, a pesar de que una empresa de capital de riesgo es mas flexible que el fondo de inversión, lo que puede frenar un poco esta tendencia.

LA CORPORACION DE FOMENTO (CORFO)

A.- INTRODUCCION

La Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) fue establecida en 1939 como una corporación autónoma con recursos propios y como entidad legal separada del gobierno. Su principal objetivo es fomentar el desarrollo económico del país, básicamente en las áreas productivas de la industria, la agricultura, la minería, la silvicultura y la pesca. Ha sido el instrumento para el establecimiento y la supervisión de las operaciones de las empresas estatales, generalmente las más importantes en sus campos.

A diferencia de otras instituciones financieras nacionales, la CORFO no recibe fondos directamente del público. Sus recursos provienen de las utilidades generadas por sus empresas, de empréstitos provenientes de organismos multinacionales y de bancos extranjeros, del presupuesto nacional y, actualmente

en forma circunstancial, de la venta de algunas compañías de propiedad fiscal que no concuerdan con el esquema operacional global de la entidad, o que no están de acuerdo con el rol subsidiario del gobierno, o porque simplemente, por decisión gubernamental, deben privatizarse para cumplir con los objetivos de política económica del gobierno.

B.- REGLAMENTACION

CORFO es un organismo del Estado de administración autónoma, con personalidad jurídica, patrimonio propio y de duración indefinida.

Su objetivo principal es promover el desarrollo de las actividades productivas del país. Para lograrlo, realiza las siguientes funciones de carácter permanente:

- ? **Gestión de empresas:** que consiste en súper vigilar sus empresas filiales y las demás de su dependencia, y administrar con amplias facultades las acciones y derechos que a ella corresponden.
- ? **Fomento:** CORFO otorga créditos y cauciones solidarias al sector privado destinados a apoyar la materialización o la expansión de proyectos de inversión que tengan por finalidad el incremento de la producción nacional.
- ? **Investigación y Desarrollo:** CORFO contribuye a la creación de nuevas fuentes de recursos mediante la ubicación, prospección y evaluación de recursos naturales renovables y no renovables; la creación o adaptación de mejores técnicas de producción; la formación y el perfeccionamiento de capacidades empresariales y laborales; el estudio de proyectos orientados a generar nuevas iniciativas en áreas productivas; la mas amplia difusión de las investigaciones, estudios y proyectos que sean resultado de las tareas antes señaladas; y, la supervigilancia de las entidades en que participa para el cumplimiento de esta función.
- ? **Normalización:** función de carácter transitorio, que comprende el traspaso al sector privado de aquellas empresas y activos declarados prescindibles para el Estado.

B.- SITUACION ACTUAL

En la actualidad, CORFO esta completando la cuarta fase de su programa de acción fijado por el actual gobierno en materia de normalización.

El plan contempló, en primer lugar la devolución de las empresas expropiadas por el gobierno anterior; luego continuo con la venta de activos al sector privado de las empresas estatizadas por gobiernos anteriores; luego se estableció el capitalismo popular; y, ahora, se abre una amplia línea de créditos que entrará en operación próximamente y que tendrá como novedad la modalidad leasing, todo esto dentro de el rol subsidiario que ha fijado para ella el actual gobierno.

CORFO recaudó durante 1988 un total de US \$4.559 millones por venta de empresas y este año se espera una recaudación de US \$300 millones aproximadamente.

Hasta la fecha la recaudación por licitaciones de empresas alcanza a US \$1400 millones, los cuales se destinan, en parte, a gastos de operación, a financiar la contrapartida nacional para créditos de fomento y a pagar los aportes al Fisco que correspondan.

CORFO tiene actualmente una cartera de cobranzas por US \$500 millones, lo que la hace una institución con un patrimonio sólido.

CORFO informó, a mediados de 1988, que cuenta con recursos disponibles por US \$110 millones en sus distintas líneas de crédito. De esta manera, la institución esta en condiciones de financiar desde el proyecto mas pequeño hasta el mas grande en los sectores agrícola, agroindustrial, minero, industrial y pesquero.

Los préstamos otorgados por CORFO no están libremente disponibles para individuos o corporaciones nacionales, a menos que dichos préstamos estén destinados a financiar proyectos de inversión específicos, compatibles con sus programas de desarrollo. Dentro de la CORFO existe un departamento de análisis y evaluación que estudia las solicitudes de préstamos en el marco de la política de la entidad.

CORFO, por si sola o en conjunto con otros organismos nacionales e internacionales, ha abierto diversas líneas de crédito para fomentar la inversión y el desarrollo de empresas.

Entre estas líneas de crédito esta el programa CORFO-Sercotec que cuenta con el apoyo del Banco Mundial. Específicamente este último otorgó un préstamo de US \$40 millones de dólares que esta disponible para otorgar apoyo integral a las pequeñas y medianas empresas cuyos activos no superen el equivalente a US \$750.000, para financiar la adquisición de activos fijos y capital de trabajo, desarrollo tecnológico y promoción de exportaciones.

Su monto es hasta el equivalente a US \$665.000, tiene una tasa de interés de 6,5% anual en UF y de 4% anual para empresas con activos menores a US \$40.000 y no más de 9 personas. Financia hasta el 80% del costo del proyecto y tiene un plazo de gracia de hasta 3 años para amortización de activos fijos y hasta un año para capital de trabajo. El plazo de amortización es hasta 10 años.

El programa CORFO-BID II, permite financiar, por intermedio de la banca comercial, la adquisición de activos fijos y capital de trabajo asociados a proyectos de inversión en los sectores agrícola, industrial, minero y pesquero los cuales permiten incrementar la producción con especial énfasis en el aumento de las exportaciones y la productividad de las empresas.

El monto de los préstamos ofrecidos tiene un mínimo de US \$5.000 o su equivalente en moneda nacional. El plazo varía según los ingresos y costos de la inversión, hasta un máximo de 8 años. Asimismo, se da un período de gracia máximo de hasta 4 años, con una tasa de interés del 6,5% en UF o de 9,5% en US\$ equivalentes. Finalmente se exigen las garantías suficientes para respaldar adecuadamente el monto del préstamo, el cual puede financiar hasta un 75% del costo total del proyecto.

Otra línea de créditos es la asociada al programa BID I. El objetivo de las recolocaciones BID I es financiar activos fijos y capital de trabajo a empresas de los sectores agrícola, agroindustrial, industrial, minero, pesca artesanal y turismo. No hay monto límite y la tasa de interés es de 6,5% en UF.

Los créditos de financiamiento directo con fondos CORFO están destinados a financiar actividades productivas que, estando en el ámbito de atención de la corporación, no están incluidos en las líneas de crédito considerados en los programas de fomento vigente. Sus beneficiarios son empresas de los sectores agropecuario, industrial, minero, pesca y turismo y sus condiciones son similares a las líneas de crédito señaladas anteriormente.

Recientemente se informó que el crédito multisectorial BID III por US \$500 millones será intermediado por la banca privada, la que requerirá de los respectivos proyectos para su aprobación y luego será CORFO la que determinará la autorización de los créditos.

El 40% de los US \$500 millones será aportado por el BID, otro 40% por CORFO y el 30% restante deberá ser aportado por los inversionistas privados.

Todos los sectores productivos podrán acceder a estos créditos de fomento.

Existen además otros financiamientos, específicos para el pequeño y mediano empresario industrial, que tienen como objetivo satisfacer parte de los requerimientos de capital de trabajo que tiene esta actividad. El financiamiento también se canaliza a través de ciertos bancos determinados.

D.- PERSPECTIVAS

Básicamente, la orientación del accionar de CORFO esta dada por las directrices de la política económica implementada por el Gobierno de turno. En la actualidad, de continuar la política económica imperante, CORFO basaría su accionar en un rol subsidiario. Además, tendría un tamaño menor, prescindiendo de aquellas empresas que no cumplen con las líneas básicas de la entidad. Esto tendría por objetivo el concentrar todos los esfuerzos de CORFO en áreas de mayor prioridad para el desarrollo del país, principalmente aquellas vinculadas con el área de exportación y de sustitución de importaciones.

Específicamente, el actual gobierno piensa privatizar en el corto plazo las acciones de tres empresas eléctricas del norte del país y se hacen los últimos estudios para privatizar EMOS, ESVAL y Empremar. También se piensa privatizar el Instituto de Seguros del Estado, el 70% de la central hidroeléctrica Pehuenche y de Colbún Machicura.

LAS EMPRESAS DE INVERSIONES INTERNACIONALES

A.- INTRODUCCION

Las empresas de inversiones internacionales son aquellas que permiten a los inversionistas nacionales tener acceso a los mercados financieros internacionales. De esta manera, el inversionista nacional tiene una amplia gama de instrumentos financieros a los que puede optar.

En la época en que se iniciaba la acentuada liberalización de la economía nacional, el Banco Central de Chile otorgó acceso al mercado bancario de cambios a las personas residentes en el país para que realicen compraventas de divisas originadas por transacciones en Bolsas de Productos Oficiales Extranjeras, autorización que luego fue reglamentada por la SBIF en lo tocante a la intervención de los bancos comerciales en tales operaciones. Se abrió así el camino para que personas y empresas pudieran actuar en los mercados financieros internacionales.

Si se considera que el mercado financiero internacional y el estadounidense en particular, crece y se sofistican año tras año, las posibilidades de inversión para los potenciales inversionistas nacionales son muy amplias. De hecho, hay en oferta en el mercado más de 500 productos financieros. Sin embargo, los chilenos tienden en su mayoría, a depositar sus dólares en las cuentas llamadas "Money Market Deposit Accounts" (MMDA), o Cuentas de Depósito del Mercado Monetario.

Caracterizados por ser una cuenta corriente bancaria, bastante normal, presenta tres ventajas claras a los inversionistas: las pueden manejar desde el país donde residen; dan, a lo menos un 7% de interés anual y posibilitan a su dueño extender no más de seis cheques al mes pero los retiros de fondos en persona no están limitados.

Por el contrario, el titular de una Cuenta debe mantener su saldo por encima de US \$2500, en caso contrario el tipo de interés se reduce al de una cuenta de ahorro a la vista. Se pueden abrir con un depósito mínimo de US \$5000, pero las hay de US \$10.000. A medida que aumenta el depósito inicial, aumentan también los beneficios y el interés. Es posible abrirlas con menor cantidad de dólares pero, además de no otorgar interés, es necesario cancelar entre US \$15 y US \$30

mensuales por concepto de mantenimiento de la cuenta corriente. Las MMDA pagan tasas de interés cercanas al rendimiento de los T-bills a tres meses.

Otros tipos de cuentas, las Super NOW (Negotiable Order of Withdrawal) paga un porcentaje uno o dos puntos menos, pero permite girar todos los cheques que uno quiera.

Los certificados de depósitos (CD), disponibles en cantidades tan bajas como US \$500 y a vencimientos tan cortos como tres meses, pueden ofrecer rendimientos comparables a aquellos de los T-bills.

Otra alternativa de inversión son los Treasury Bills (T-bills) o Pagarés del Tesoro estadounidenses, si se prefiere colocar el dinero a más largo plazo, a partir de un año por ejemplo. Estos también dan un 7% de interés anual promedio pero se requiere a lo menos de US \$10.000. Estos bonos, que son tan seguros como inversión como las MMDA, tienen una menor liquidez porque es necesario transarlos en el mercado secundario si se quiere venderlos antes del plazo de vencimiento.

Aparte de las anteriores, que son las colocaciones más seguras, los inversionistas que tienen una cantidad de dólares desde alrededor de US \$20.000 hacia arriba, a veces pueden preferir diversificar su dinero. Entonces, a partir de ese momento las inversiones empiezan a sofisticarse. Aparecen por ejemplo, los Mutual Funds (fondos mutuos). Estos a diferencia del mercado nacional son solo de renta variable.

Existen varios tipos de fondos mutuos. Esta el fondo mutuo de monedas, que consiste en una canasta que incluye varias monedas, aunque el inversionista puede especificar un fondo mutuo que invierta en solo una moneda. La inversión mínima para optar a este tipo de fondo mutuo es de US \$5000. En el caso de los fondos mutuos de acciones, estos tienen un portafolio de determinadas compañías. Los hay de mayor o menor riesgo.

Por otro lado, están los Money Market Funds (MMF), que dejando tecnicismos a un lado, no son sino el mismo concepto de los Mutuals Funds, pero con una inversión restringida a títulos de renta fija a corto plazo.

La posibilidad de retirar fondos es muy flexible, de tal forma que la ausencia de seguro de depósito se convierte en casi la única diferencia práctica con una cuenta bancaria a la vista. Otra característica es que los clientes de estos MMF pueden obtener en su integridad el tipo de interés ofertado, aunque su saldo en participaciones en un momento dado sea prácticamente nulo vale decir, no hay sanción por tener un saldo pequeño.

Otra alternativa disponible para los inversionistas es el mercado de los futuros. Un contrato sobre futuros es un compromiso para entregar o recibir una cantidad y

calidad específica de una mercancía (Commodities) a una fecha fijada en el futuro, a un precio determinado en libre licitación en el mercado de futuros.

El invertir en futuros es una alternativa para inversionistas más cualificados o sofisticados, a pesar, que en este sentido el trader puede hacer todo el trabajo. Existen futuros de Commodities propiamente tal (trigo, algodón, azúcar, etc) y de instrumentos financieros y divisas.

Finalmente, están las inversiones más conocidas para todo el mundo como son los bienes raíces (Real Estate), acciones (Stocks), coleccionables o Collectibles (cerámicas antiguas, cuadros, estampillas, etc.) y metales preciosos (oro, plata, etc.)

Una alternativa de riesgo medio son los Commercial Paper (pagarés de empresas). Estos son simples títulos de reconocimiento de deudas, sin más garantía, en principio, que la solvencia de la propia empresa. Los pagarés en USA tienen un vencimiento máximo de 270 días, más bien por efectos de orden práctico. Muchos pagarés tienen un vencimiento no superior a los 45 días, sin embargo, son renovados en forma continua. Para responder de posibles problemas de liquidez, los pagarés emitidos son apoyados por líneas de crédito que las empresas conciertan con entidades bancarias.

Si se desea un más alto rendimiento por un poco más de riesgo. Esta la alternativa de los junk bonds, los cuales son bonos de alto riesgo (emitidos por empresas pequeñas o corporaciones no muy sólidas). La clave esta en que vendiéndose con un gran descuento por el alto riesgo que tienen, en la práctica se ha demostrado que no tienen muchas falencias.

En esta misma línea están los Municipal Bonds, emitidos por gobiernos estatales y locales y sus agencias, que están exentos generalmente de impuestos federales. Otra alternativa son los Ginnie Maes que son un valor representativo de un conjunto de hipotecas de casas de habitación transadas por bancos e instituciones de ahorro. Estas son emitidas por US \$25.000 pero las participaciones en un fondo mutuo que invierta en Ginnie Maes van desde los US \$1000.

Todas estas alternativas están abiertas a los inversionistas con fondos disponibles en divisas y se pueden realizar desde Santiago.

B.- REGLAMENTACION

Las normas bajo las cuales operan las empresas de inversiones internacionales son aquellas contenidas en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales. Entre otras, el Banco Central recientemente modifico la reglamentación relacionada a los contratos a futuro y de opciones para coberturas

de tasas de interés. De acuerdo a la nueva normativa, el Banco Central podrá autorizar el acceso a estas operaciones a las empresas bancarias.

Esta autorización se realizará si tales entidades desean proteger los descalces financieros producidos por la fijación de fechas diferidas de las tasas de interés, de los pasivos coligados a los contratos de reestructuración de deuda externa, con los activos asociados a estos; correspondientes a depósitos en cuentas en el Banco Central o inversiones en instrumentos emitidos por el, ya sea en moneda extranjera o en moneda nacional documentada en moneda extranjera o en moneda nacional reajutable, de acuerdo a la variación del tipo de cambio.

Para los efectos señalados, las empresas bancarias podrán suscribir contratos de venta a futuro y/o compra de acciones put (de venta), sobre dichos contratos, para el objeto de proteger los pasivos o, en su defecto, suscribir contratos de venta a futuro y/o compra de acciones call (de compra) sobre dichos contratos, para el caso de proteger los activos mencionados.

La modificación determina un gran número de normas relacionadas con el procedimiento a seguir para autorizar operaciones de cambio internacional.

También establece disposiciones respecto a la contratación de crédito externos en moneda extranjera y a la forma en la que deberán operar las personas que han sido autorizadas para actuar en los actos financieros en las bolsas oficiales extranjeras, en cuanto a la contratación de los referidos créditos. Asimismo, fija procedimientos relativos al pago de los créditos que se obtengan de sus intereses y retornos.

Por otro lado, a fines de agosto, el Banco Central limitó las operaciones de arbitraje que realicen los bancos, exclusivamente a la cobertura de obligaciones, dejando fuera los arbitrajes de carácter especulativo.

El acuerdo establece que las empresas bancarias podrán realizar arbitrajes, al contado o a futuro, de monedas extranjeras, a la paridad internacional normal del mercado, con otras empresas bancarias, sean estas nacionales o extranjeras, con el exclusivo propósito de cubrir dichas obligaciones.

C.- SITUACION ACTUAL

Actualmente, una serie de instituciones ofrecen a los inversionistas nacionales sus servicios de inversiones internacionales. Entre ellos se encuentran la mayoría de los bancos extranjeros, ciertas instituciones nacionales e internacionales, establecidas para el efecto o simplemente como uno más de sus servicios habituales. Destacan entre las internacionales Merrill Lynch, Salomon Brothers, Sherson Lehman Hutton, Prudential Bache, Thompson McKinnon, Dean Witter Reynolds, etc.

En este sentido, en un futuro cercano, con el avance de las comunicaciones y la desregularización las eventuales ventajas comparativas que puedan tener los grandes bancos de inversión internacionales irán desapareciendo. Surgirá así la competencia, lo que hará disminuir los márgenes, siendo rentables solo las empresas más eficientes y aquellas que brinden mejores servicios a más bajos precios. En todo caso, la habilidad y la experiencia no son activos que pueden adquirirse fácilmente.

Las instituciones nacionales que destacan, especialmente en el ámbito de las operaciones con futuros y las opciones, son los agentes de valores.

Por ejemplo, recientemente, en virtud de un contrato suscrito entre Prudential Bache Securities Inc. y Bhif Trust, esta última podrá operar en los mercados internacionales de futuros y opciones tanto en productos y monedas, como tasas de interés.

Las recientes modificaciones del Banco Central en este sentido, permiten que las empresas cuyos resultados se vean afectados por fluctuaciones de precios de productos, de tasas de interés o monedas, en los mercados internacionales, puedan tomar algún grado de cobertura frente a riesgos que ni ellos ni el país pueden controlar.

De los US \$11.000 millones que alcanzó el comercio internacional de Chile, alrededor del 50% corresponde a productos que directa o indirectamente se transan en los mercados internacionales de futuros y opciones. Es el caso de los minerales metalúrgicos y algunos productos agropecuarios. Asimismo, la mayor parte de los pasivos externos del país están también afectados a fluctuaciones en las tasas de interés, pudiendo ser cubiertos los riesgos mediante dichos instrumentos.

D.- PERSPECTIVAS

Este tipo de inversión tiene auge, principalmente, cuando los inversionistas nacionales no tienen confianza en la evolución de la economía nacional. En consecuencia, en la medida que los inversionistas nacionales perciban en el país condiciones del todo favorables y/o en la medida que se les presenten alternativas de inversión atractivas, tendrán menores incentivos para volver sus ojos hacia los mercados de capital internacionales con el objetivo de invertir.

También es importante mencionar la mega tendencia de la globalidad, la que empuja a los inversionistas a ver más allá de las fronteras nacionales por oportunidades comerciales.

Actualmente, los chilenos tienen depósitos de alrededor de US \$2.400 millones en el exterior, según el FMI. Tal cantidad es una demostración clara de que los inversionistas nacionales tienen cierta desconfianza todavía en el mercado

nacional o no lo consideran tan atractivo, a pesar de que esos montos han estado disminuyendo paulatinamente en el período posterior a la crisis de 1982-1983.

Por último, no se debe olvidar que los dólares también pueden ser depositados en el mercado financiero nacional, a buenas tasas de interés, incluso a depósitos a 30 días. La decisión en definitiva depende del inversionista y de sus expectativas.

Sin embargo, conviene hacer notar otro punto. Posterior al proceso de crisis del período 1982-1983, numerosas empresas chilenas, tanto privadas como públicas, quedaron sumamente endeudadas con el exterior. Con el proceso de renegociación de la deuda externa estas quedaron expuestas a riesgos de monedas y tasas de interés. Para contrarrestar esto, empezaron a realizar operaciones en los mercados internacionales de capital. En dicho proceso tuvieron importante participación las empresas de inversiones internacionales.

Finalmente, en la medida que la autoridad permita y reglamente la operación de los agentes económicos chilenos en otras operaciones en los mercados internacionales de capital, habrá una mayor oportunidad de buenos negocios para las empresas del sector.

LAS EMPRESAS CLASIFICADORAS PRIVADAS DE RIESGO

A.- INTRODUCCION

En un mercado de capitales desarrollado es fundamental establecer con claridad la relación rentabilidad-riesgo existente en este. Dicha función es realizada por clasificadores de riesgo, quienes asumen la responsabilidad de emitir opiniones técnicas acerca de las características de los valores que se están ofreciendo en el mercado.

Estas empresas tienen como función clasificar periódicamente los instrumentos de oferta pública tales como acciones, bonos, letras hipotecarias, depósitos a plazo y efectos de comercio (pagarés a menos de un año) que existan en el mercado o que ingresen en él, de acuerdo al riesgo que representan para los potenciales inversionistas.

El objetivo principal de la clasificación privada de riesgo es, proveer, a los inversionistas y al público en general, un sistema desligado del Estado que procese la información financiera en forma independiente y, que como resultado entregue calificaciones de valores de fácil comprensión para los agentes económicos, que sirva de ayuda en la toma de decisiones de inversión y pueda mejorarse la eficiencia en la asignación de los recursos que fluyen al mercado de valores.

En consecuencia, dichas empresas a través de procedimientos relativamente estandarizados van a poder señalar objetivamente en que posición de la relación rentabilidad-riesgo se encuentra esos instrumentos.

Esta función ya la realiza el Estado mediante la Comisión Clasificadora creada a mediados de 1985 bajo la normativa del DL 3500, pero con el objeto de que se pronunciara sobre la calidad de los títulos no estatales representativos de deuda susceptibles de ser adquiridos con los recursos de los fondos de pensiones y para aprobar posibles inversiones de estos en acciones. Por lo tanto, esta comisión seguirá funcionando, pues su objetivo inicial persiste.

B.- REGLAMENTACION

La actual Ley de Valores establece que ámbito de fiscalización le corresponde a la SVS, y cual a la SBIF. A la primera quedan sujetos los fondos mutuos, los agentes de valores, corredores de bolsa, compañías de seguros y sociedades anónimas. A la segunda, quedan sujetos los bancos, sociedades financieras, empresas de leasing, empresas de capital de riesgo, empresas de redes de transferencias de fondos, empresas de factoring, empresas de warrants, y en general, todas aquellas no fiscalizadas por la primera.

Dichas Superintendencias emitieron simultáneamente en junio del presente año, las normas complementaria a la Ley 18.660, que permitirán dar inicio al proceso de inscripción de las entidades privadas interesadas en la clasificación de riesgo de los instrumentos de oferta pública.

La citada ley estableció que a partir de marzo de 1989 cualquier instrumento de oferta pública, para ser colocado en el mercado, deberá previamente ser sometido por los emisores a una clasificación por dos empresas clasificadoras de riesgo privadas, distintas e independientes entre si. Esto es, todos los emisores de valores de oferta pública deberán presentar con anterioridad a marzo de 1989 las clasificaciones correspondientes de sus valores emitidos.

Las clasificadoras de riesgo privadas deberán cumplir con los requisitos establecidos en la ley y con las normas complementarias impartidas ya mencionadas, en cuya elaboración trabajaron ambas Superintendencias en forma coordinada. En todo caso, los requisitos son muy similares, facilitando la posibilidad de que las entidades clasificadoras actúen en todo el espectro de instrumentos del mercado de capitales.

La ley señala expresamente que dichas empresas deben tener una organización del tipo sociedad de personas. Además, las personas que integran estas sociedades, sea como socios, administradores, ejecutivos o como miembros del consejo de clasificación deben cumplir también ciertos requisitos. Por ejemplo, se establece que como exigencia mínima que los clasificadores tengan un título

universitario y una experiencia no inferior a tres años en el área económico financiera.

Otro requisito es que ninguna persona relacionada con la sociedad debe tener interés comprometido en un emisor determinado. Si esto ocurre, la clasificadora esta inhabilitada para dar una opinión acerca de los valores emitidos por este. El objetivo de esta disposición es evitar conflictos de intereses, exigiéndose que las sociedades clasificadoras sean independientes de los emisores sobre cuyos títulos se pronuncien.

Una vez efectuada la clasificación de los instrumentos, las clasificadoras deberán efectuar una revisión continua mensual y publicar los resultados trimestralmente en el Diario Oficial. Cualquier cambio o hecho extraordinario que amerite un cambio de clasificación deberá ser publicado en no más de cuatro días hábiles de transcurrido dicho cambio.

Para solventar en parte el costo de los servicios de clasificación, el legislador estableció una franquicia tributaria para los emisores, consistente en otorgar un crédito tributario de hasta UF 720 anuales, que cubre un 80% del costo en el caso de las acciones. En el caso de títulos de deuda, el crédito asciende a un máximo de UF 450 anuales, que cubre un 50% del costo. Los precios asociados al servicio de clasificación se pactan libremente entre la clasificadora y el emisor.

Las categorías de instrumentos contempladas en la legislación son básicamente cinco, A, B, C y D, desde los títulos mejores a los que presentan mayor riesgo. Además, hay una categoría E en la cual se clasifican los instrumentos de los cuales no se dispone de información suficiente para establecer su riesgo.

Sin embargo, los clasificadores pueden establecer subcategorías, por ejemplo, A+ o A-, previa aprobación de la Superintendencia respectiva. En el caso de las acciones, se establecen dos categorías, primera y segunda, más una categoría sin información suficiente.

C.- SITUACION ACTUAL

Dada la reciente publicación de la ley, las primeras empresas privadas clasificadoras de riesgo recién se están formando e inscribiendo. Algunas ya lo hicieron y están en el proceso de clasificar valores.

Alrededor de 233 entidades están en manos de las distintas evaluadoras de riesgo. De esta cifra, 142 corresponden a empresas y 91 a instituciones bancarias. La publicación de los resultados empezó a realizarse en febrero y marzo de 1989.

La consultora líder en cantidad de entidades es Clasificadores Asociados, que agrupa a Julio Salas y asociados, con un total de 59 firmas (34 empresas y 25

bancos); seguida por Rate con un total de 49 entidades (34 empresas y 15 bancos); y por Aninat, Méndez, Merino y asociados con 34 firmas (14 empresas y 20 bancos); en tanto Prisma tiene 31 entidades (15 empresas y 16 bancos).

El sistema de clasificación de riesgo, pionero en Latinoamérica, ha planteado en su primera versión una serie de ineficiencias que, según los involucrados, debiera ir corrigiéndose naturalmente conforme se desarrolla este incipiente mercado.

El inconveniente más notorio de la puesta en marcha del sistema fue el de la diferencia en los códigos de clasificación. Sin embargo, esta situación ha sido superada recientemente dado que seis de las siete clasificadoras acordaron unificar su nomenclatura, para lo cual modificaron sus procedimientos de clasificación de bonos, ajustando incluso el mismo significado de las subcategorías. Se espera que este acuerdo se amplíe al campo de la clasificación de acciones.

En cuanto a la metodología, también hubo fallas internas reconocen las clasificadoras, en el sentido de que por hacer exigentes los requisitos se produjeron ciertas contradicciones.

D.- PERSPECTIVAS

Sin embargo, se prevén buenas perspectivas para dichas empresas. En lo principal porque cuentan con un mercado cautivo, dada la reglamentación al respecto. Por otro lado, porque a partir de marzo pasado ningún bono puede ser ofrecido en el mercado, ni tampoco ninguna acción puede ser transada en la Bolsa sin que previamente haya pasado por la clasificación de estas empresas.

Aun así, se estima que el mercado es reducido al considerar el número de clasificadoras que están operando.

En todo caso, al parecer la competencia será fuerte por las relativamente débiles barreras a la entrada y salida de los participantes en dicho mercado.

Se estima que actualmente hay incentivo para que existan más clasificadoras porque los servicios no están bien definidos y hay un desconocimiento de parte de las empresas emisoras respecto de la capacidad de cada clasificadora por ser estas nuevas. Con el tiempo se supone que los emisores preferirán acudir a las emisoras más estrictas y consistentes, aunque lo que finalmente lo que interesa es la opinión del inversionista al respecto.

En estos momentos, la autoridad está promoviendo el sistema con la obligatoriedad de la contratación de este servicio acompañado con un incentivo tributario. Esta franquicia se mantendrá hasta 1992 en el caso de los bonos y, hasta 1995 en el caso de las acciones. Después de esas fechas, el sistema tendrá que marchar solo y quizás entonces, le sea permitido a las clasificadoras

ampliar su objeto a actividades complementarias o se haya incrementado el interés de los emisores y/o de los inversionistas por solicitar voluntariamente el servicio.

LAS EMPRESAS DE TRADING

A.- INTRODUCCION

Se podría definir a una empresa de trading como un departamento más sofisticado de comercio exterior de un banco.

Las empresas trading realizan operaciones de financiamiento e intermediación de productos en el exterior para sus clientes, a la vez que les entregan información sobre perspectivas de nuevos mercados, etc.

En cuanto a las operaciones de financiamiento de actividades de comercio exterior, dichas empresas compiten directamente con los departamentos de comercio exterior de los bancos. Por lo tanto, su carácter distintivo está básicamente dado en la intermediación de productos en los mercados internacionales, en base a operaciones spot, de futuros (commodities), etc.

Aunque también se realizan operaciones mediante contratos recíprocos. Por ejemplo, una empresa de trading puede hacer gestiones para vender aviones brasileños en Japón a cambio de permitir la entrada de ciertos productos japoneses al mercado de Brasil. Por supuesto, la empresa de trading cobra una comisión a ambas partes.

Por último, en relación a la entrega de información sobre perspectivas de nuevos mercados y otras relacionadas, desarrollan una función parecida a Prochile.

De esta manera, la empresa de trading coloca a disposición de sus clientes una estructura de comercialización de mucha experiencia y contactos, que realiza operaciones comerciales efectivas y eficaces, lo que las hace difícil de igualar.

B.- REGLAMENTACION

Actualmente no existe una normativa específica para las empresas de trading más allá de la referente a operaciones de cambios internacionales. No obstante existen una serie de reglamentaciones que beneficiando o perjudicando el intercambio comercial entre Chile y los distintos países del orbe, benefician o perjudican de la misma manera la actividad de las empresas de trading.

Un punto importante, por ejemplo, para el desarrollo de las empresas trading, lo constituyen las nuevas normas de comercio exterior dictadas en julio de 1987 por el Banco Central. Estas están destinadas a estimular las exportaciones chilenas,

especialmente a aquellos países que presentan restricciones en su disponibilidad de divisas, en particular, las naciones latinoamericanas.

Como se informó en esa oportunidad, el comité ejecutivo del Banco Central dispuso que los exportadores "podrán ser liberados de sus obligaciones de retorno y/o liquidación de las divisas correspondientes a sus operaciones de exportación, amparadas por Informes de Exportación emitidos que cuenten con declaración de exportación aceptada a trámite por el Servicio de Aduanas, cuando dichas divisas sean destinadas a pagar sus propias operaciones de exportación que cuenten con Declaración de Importación cumplida, o a rembolsar el valor de las mismas, cuando se trate de operaciones amparadas por una carta de crédito documentado".

El hecho que deba ser el mismo exportador quien cubra sus importaciones con el producto de sus ventas al exterior, es el elemento que beneficia a las compañías de trading.

C.- SITUACION ACTUAL

La situación actual de las empresas de trading en Chile es buena, existiendo muchas de estas empresas en el mercado, tanto nacionales como extranjeras. Las causas fundamentales de este buen pie es la política de economía abierta que a aplicado el gobierno desde 1973 y que ha permitido aumentar el intercambio comercial entre Chile y los más variados países del mundo.

Principalmente en los sectores exportadores agrícola, forestal, minero y pesquero han surgido una serie de empresas de trading que se encargan de facilitar la colocación de productos nacionales en los mercados internacionales más convenientes.

En el caso de la fruta, por ejemplo, está la United Trading Co. (UTC), estadounidense, que tiene la doble responsabilidad de garantizar un mercado y un precio para la fruta chilena, asegurando, a la vez, un estricto control de calidad y manteniendo un contacto permanente entre el productor y el comprador.

Destacan a nivel mundial las trading japonesas, la mayoría de las cuales cuentan con filiales y representantes en los países latinoamericanos, permitiendo de esta manera que exista una relación económica mas estrecha entre los países, premisa básica para establecer una relación comercial estable.

Existen nueve empresas de trading japonesas, las cuales controlan el 72% de las importaciones, el 40% de las exportaciones y el 44% del comercio interno del Japón. Ellas son, de acuerdo a su respectiva participación en el total de importaciones del Japón: Mitsubishi (15,1%), Mitsui (12,4%), Sumimoto (9,6%), Marubeni (9,1%), C. Itoh (8,5%), Nissho Iwai (8,1%), Kanematsu-Gosho (4%), Toyo Menka (3,2%) y Nichimon (2,8%).

La función de las trading debiera considerarse en forma más importante por los interesados aprovechando así mejor sus capacidades. Cuando ellas intervienen se clarifican los problemas en cuanto a control de calidad y cumplimiento de fechas de entrega.

Por otro lado, las trading en general, disponen de excelentes redes de información y de transacciones, basadas en largos años de experiencia y cubren, con una red de filiales y representantes, el mundo entero. Pueden así proporcionar una información mas detallada en cuanto al comercio a nivel mundial, como así también abundantes conocimientos en cuanto a la distribución y otras prácticas comerciales.

La actividad del trading es más difícil que una simple operación de comercio exterior porque se trata de encontrar satisfacción a las necesidades de productor y comprador.

Por último, por la naturaleza de los negocios involucrados, la mayoría de las empresas extranjeras se dedican a satisfacer las necesidades comerciales de los clientes corporativos y de las grandes empresas.

En todo caso, algunas de las grandes corporaciones y empresas chilenas tienen su propia empresa de trading, tal es el caso de Codelco, Cap y Enap.

También hay que hacer notar que existen tradings, sobretodo nacionales y algunas de carácter gubernamental, orientadas a la pequeña y mediana empresa.

D.- PERSPECTIVAS

En la medida que Chile continúe su proceso de apertura al mundo y que la globalización de los negocios llegue a ser cada vez un hecho más tangible, surgirá con mayor ímpetu la necesidad para las empresas chilenas de operar exitosamente en los mercados mundiales, para lo cual deberán recurrir inevitablemente a la asesoría de empresas especializadas en dichas materias.

Desde este punto de vista, es que se abren amplias perspectivas para las empresas de este sector, en general. Las empresas multinacionales de trading se concentrarán en los clientes corporativos, tal como lo han hecho hasta ahora. En el caso de las empresas nacionales, seguramente se concentrarán en los clientes medianos y pequeños, menos atractivos que los primeros por su volumen de operación, o simplemente firmarán contratos de representación con empresas de trading extranjeras.

LAS EMPRESAS WARRANTS

A.- INTRODUCCION

El financiamiento warrants involucra a tres protagonistas : la empresa, que entrega en garantía sus productos o materias primas; un Almacén General de Depósitos (empresa warrants) que almacena y garantiza la manutención de las especies y avalúa los bienes para gestionar el crédito, entregando al banco un vale prenda sobre los bienes custodiados; y, el banco, que también avalúa los bienes y otorga el crédito, con la facultad de rematar los productos en custodia a los 8 días de vencido el plazo de cancelación de crédito.

En otros países de América Latina es la propia empresa warrants la que otorga el crédito. En USA, por otro lado, el 70% de la producción de granos se almacena en warrants; en Chile el 40% de la producción triguera sigue el mismo camino.

La modificación a la Ley sobre Almacenes Generales de Depósitos que entro a regir en marzo de 1988 permitirá extender el uso de los depósitos warrants a operaciones de comercio exterior, a la vez que tenderá a robustecer la imagen de este mecanismo de garantía frente al sistema financiero.

Se debe recordar que el sistema sufrió en Chile un golpe de credibilidad cuando los bancos, que prestaron abundantemente entre 1978 y 1979, sin exigir mayores garantías, se empezaron a ver en aprietos para recuperar los créditos. Desde entonces no se ha borrado del todo la relación warrants-quiebra-remate.

B.- REGLAMENTACION

Para solucionar estos problemas y otros, la autoridad mediante la ley 18.690 asignó a la SBIF la fiscalización de las empresas warrants, encomendándole la responsabilidad de llevar un registro de almacenistas y autorizar el funcionamiento de tales empresas.

En cuanto a la extensión de los warrants en operaciones de comercio exterior, las modificaciones introducidas por la ley 18.690 figura la posibilidad de que el productor pueda procesar o transformar mercaderías de su propiedad constituidas en depósito, así como trasladar los productos depositados entre bodegas de un mismo almacenista o transportarlos en contenedores hasta los puertos de embarco.

En ninguno de los dos casos se pierde la condición de mercancía en depósito, como ocurría con la ley antigua, obligando con ello a tener que liquidar previamente la operación de financiamiento garantizada por estos productos.

Así, un exportador puede preñar inicialmente una materia prima, después de procesarla y finalmente embarcar los productos terminados trasladándolos en

containers, sin que esta cadena signifique romper el contrato de depósito y prenda.

Por otra parte, este proceso deja al exportador en condiciones de disponer de la documentación de embarque que le permita obtener el pago de los valores exportados, y con ello conseguir oportunamente los recursos necesarios para liquidar el crédito objeto de la garantía prendaria.

En cuanto al registro de almacenistas y los requisitos que estos deben cumplir para que la SBIF autorice su funcionamiento, las normas indican que las personas o empresas que deseen esta función deberán enviar una solicitud a la señalada entidad.

Entre otras disposiciones se establece que la ley inhabilita para ejercer la actividad de almacenista a los accionistas de los bancos o sociedades financieras que, por si o en conjunto con otros, representen más del 5% del capital de una institución financiera, como también a sus directores o gerentes. En consecuencia, tales personas no podrán operar almacenes generales de depósito, esto es, ser dueños o tener participación en su propiedad o gestión.

Asimismo, las normas precisan que las empresas que deseen operar como almacenes generales de depósito deberán acreditar un patrimonio (total de activos menos total de pasivos) equivalentes a 20.000 UF. Este monto deberá estar invertido en activo fijo, bienes raíces o en documentos emitidos por el Banco Central, por la Tesorería o por otros instrumentos financieros, siempre que estén clasificados en categoría A por la Comisión Clasificadora de Riesgo. Dichos activos deberán estar libres de gravámenes y prohibiciones de cualquier tipo.

La inscripción de un almacenista en el registro de la SBIF se mantendrá en la medida que acredite ante este organismo, anualmente, que cumple con los requisitos legales y de patrimonio establecidos para el ejercicio del giro. En todo caso, la SBIF podrá exigir, cada vez que lo estime pertinente, la documentación adicional que se considere necesaria.

También se precisa que los Almacenes Generales de Depósitos se clasificarán en categorías A o B. Para obtener la categoría A las empresas almacenistas deberán, además de cumplir con los requisitos generales, contar con un informe favorable de una entidad evaluadora de Almacenes Generales de Depósito en dos épocas distintas del año. Para ello la SBIF dispuso que estas evaluaciones se efectúen una en el primer semestre y la otra en el segundo semestre de cada año, debiendo de haber una diferencia de a lo menos 3 meses entre las evaluaciones válidas para estos efectos.

Por otra parte, se clasificarán en categoría B aquellas empresas que no cumplan oportunamente con este requisito.

Los Almacenes Generales de Depósitos que se inscriban por primera vez se clasificarán en categoría A cuando, además de cumplir con los requisitos generales, cuenten, al momento de su inscripción, con un informe favorable de una entidad evaluadora.

Por último, entre las disposiciones emitidas por la SBIF, se establecen las normas para la operatoria de las entidades evaluadoras especializadas en Almacenes Generales de Depósito.

Al igual que en el caso anterior, el ente fiscalizador llevará un registro y serán autorizadas en la medida que cumplan con una serie de requisitos.

C.- SITUACION ACTUAL

En general los créditos warrants mueven aproximadamente en Chile US \$ 200 millones y la cifra va en aumento, cubriendo diversas áreas productivas y de exportación. Por ejemplo, el Banco del Estado, principal operador de créditos warrants en Chile, hizo colocaciones directas en warrants por trigo de US \$ 11 millones en 1985, y de US \$ 20 millones en 1986. Por su parte, el Hong Kong and Shanghai Banking Co., dedicado preferentemente al comercio exterior, es uno de los bancos que más operan con warrants. Se calcula que a marzo de 1987 estaba trabajando un total de US \$ 4 millones en warrants, de los cuales alrededor del 45% estaba vinculado a la exportación, el resto, para operaciones de importación y otros créditos.

Para los bancos el warrants constituye una garantía de la mejor calidad, debido a que se tiene una seguridad de recuperación altísima, se podría decir de casi 100%. La posibilidad de insolvencia es casi nula, pues en caso de no pago del crédito, se ha demostrado que los remates permiten su plena recuperación. Los bancos además, tienen prioridad frente al resto de los acreedores cuando hay quiebra. El sistema es ejecutivo porque no tiene complicaciones legales.

La competencia de almacenistas ha favorecido a los clientes de warrants: las comisiones han caído sistemáticamente desde sus niveles anteriores de 0.8% mensual. La comisión corriente actual es de 0.167% mensual (2.004% anual) sobre el valor de las mercaderías depositadas. Por lo general, cada empresa aplica una escala de descuento de acuerdo al monto de las operaciones, pero la tendencia de las comisiones en el último tiempo ha sido a la baja, ya que con el ingreso al mercado de nuevas empresas warrants, hay más competencia, en especial en lo que se refiere a tasas.

Actualmente, la principal empresa warrants en Chile es Almadena, con casi un 30% del mercado a marzo de 1987. También destacan: Almacenes Generales de Depósito Internacionales Ltda., con oficinas en todo el país, y que presta servicios de warrants y bodegajes; Almachile S.A., con agencias en todo el país, inclusive en la zona franca de Iquique; Argasa Warrants; Sociedad Desvío Riesco Ltda, la

cual presta servicios de bodegajes en general con desvío de ferrocarril; Prowarrants S.A.; Storage; y, Warrants Chile S.A.

D.- PERSPECTIVAS

El hecho de que la nueva legislación contemple la extensión del uso de los depósitos warrants a las operaciones de comercio exterior, abre nuevas perspectivas a esta forma de financiamiento.

A pesar de que la competencia ha hecho bajar las comisiones, y en consecuencia las utilidades, esto finalmente traerá la consolidación del sistema y de aquellas empresas que presten un mejor servicio, permitiendo a su vez la ampliación de la modalidad warrants dentro del mercado de financiamiento nacional.

El principal desafío del sistema es darse a conocer más y recuperar su respetabilidad luego de estar asociado durante algunos años a las quiebras y los remates. La proyección del sistema es insospechadamente grande, desde el momento en que se entienda bien su operatoria.

LAS EMPRESAS INMOBILIARIAS

A.- INTRODUCCION

La ley define a las sociedades inmobiliarias a aquellas que tengan como giro único el negocio inmobiliario y el de mutuos hipotecarios con cláusula a la orden.

Se entenderá para estos efectos como negocio inmobiliario la compraventa, arrendamiento o leasing de bienes raíces con exclusión de predios agrícolas, sitios eriazos y viviendas. Estas últimas solo podrán ser adquiridas cuando formen parte de algún inmueble cuyo uso sea mayoritariamente comercial, y en ningún caso podrán exceder del 2% de los activos totales de la sociedad.

Se entenderá para estos efectos como negocio de mutuos hipotecarios con cláusula a la orden la compra, venta y otorgamiento de los mutuos que se definen a continuación.

Mutuo hipotecario con cláusula a la orden es un instrumento endosable representativo de un crédito originado en un préstamo otorgado a una persona natural para el financiamiento de la adquisición, construcción, ampliación o reparación de viviendas urbanas de acuerdo a lo establecido en el artículo 21 bis del DFL 251 de 1931 y en el número 4 bis del artículo 83 del DFL 252 de 1960, ambos del Ministerio de Hacienda.

La gran recesión de comienzos de esta década, en que se produjo un alza enorme del costo del dinero, hizo que algunos bancos no fueran capaces de

cumplir sus compromisos de financiamiento de las obras en curso, otros subieron extraordinariamente los intereses y otros quebraron, dejando a los empresarios a la deriva.

Esto trajo como consecuencia la liquidación del activo de muchas sociedades (sobre todo las que habían pactado deudas en dólares) y el no pago por parte de los compradores de bienes que habían bajado ostensiblemente de valor. Ahora con una normativa clara y precisa se pretende poder limitar a eventuales situaciones del mismo tenor.

B.- REGLAMENTACION

La reglamentación a la que deben someterse las sociedades inmobiliarias está contenida en la ley 18.798 publicada en el DO del 23 de mayo de 1989. Allí se establece, entre otras cosas que, el nivel de endeudamiento de las sociedades anónimas inmobiliarias no podrá ser, en ningún caso, superior al 20% de su capital y reservas.

Los bienes raíces que puedan ser adquiridos con los recursos de estas sociedades deben estar ubicados dentro del territorio nacional, debidamente recepcionados por la dirección de obras de la respectiva municipalidad, y en condiciones de ser utilizados para el objeto que fueron construidos. Las obras de construcción solo podrán ser objeto de promesa de compraventa, en las que deberá estipularse que el precio de la compraventa se pagará al suscribirse el contrato prometido o con posterioridad, una vez cumplidos los requisitos ya señalados. Cuando el precio de un bien raíz supere las 25.000 UF, se requerirá de la aprobación del directorio para su adquisición por la sociedad, el que en este caso, no podrá delegar sus facultades en la forma que establece el artículo 40 de la ley 18.046. La sociedad no podrá adquirir inmuebles que se encuentren con hipoteca o sujetos a prohibiciones o litigios.

Los contratos de arrendamiento de los inmuebles de propiedad de la sociedad deberán contener estipulaciones que permitan la revisión periódica de sus términos, al menos cada tres años, cuando su plazo de duración fuese superior a este. Las rentas de arrendamiento deberán pactarse con reajuste automático, a lo menos anual y no inferiores a la variación del IPC y deberán ser pagadas en forma anticipada, dentro de los primeros días del período correspondiente. Para proceder a la venta de los inmuebles de la sociedad se deberá realizar un remate o una licitación pública.

La sociedad podrá adquirir los mutuos hipotecarios a la orden de bancos, de AMH, y también podrá otorgarlos ella misma, actuando como mutuante, constituyéndose para tal efecto como agente administrador de dichos mutuos.

El directorio de la sociedad deberá establecer una política de transacción de mutuos hipotecarios a la orden, en las que se determinarán las condiciones

generales para el otorgamiento, compra y venta de tales mutuos, tales como rangos de tasas de interés, de plazo, de reajustabilidad y demás que sean pertinentes.

En ningún caso la sociedad podrá adquirir ni otorgar un mutuo hipotecario a la orden por un valor superior al 80% del valor de la tasación del inmueble objeto de la respectiva garantía hipotecaria.

Transcurridos doce meses desde la constitución de la sociedad, las transacciones con personas relacionadas directa o indirectamente con ella, sus accionistas o ejecutivos, estarán sujetas a los siguientes límites:

- ? Los bienes entregados en arrendamiento o leasing a tales personas no podrán representar más del 30% de los activos.
- ? No mas del 1% de los mutuos hipotecarios a la orden de propiedad de la sociedad podrán tener como deudor a personas relacionadas con ella, sus accionistas, directores o ejecutivos, y
- ? Los bienes raíces adquiridos o vendidos a personas relacionadas durante cada período de un año no podrán representar, en conjunto, mas del 30% de los activos promedio durante el respectivo año. Tampoco podrán representar más del 1% de los referidos activos, los mutuos hipotecarios a la orden adquiridos a personas relacionadas o vendidas a estas, tomados en conjunto, dentro de cada uno de los períodos indicados.

C.- SITUACION ACTUAL

Una transformación cada vez más evidente es la que se ha hecho sentir en el mercado inmobiliario nacional, particularmente en el último año. Los cambios se manifiestan entre otros aspectos, en una venta inusual de inmuebles de alto precio; aparición de empresas inmobiliarias que invierten en el negocio sin construir; escasez de terrenos en las comunas del sector alto de Santiago y transformación de predios de los alrededores en sitios urbanizados donde hoy se levantan modernos conjuntos residenciales; aparición de grandes asociaciones de corredores de propiedades que comparten carteras de negocios; desarrollo de proyectos de viviendas revolucionarias en el mercado, como la energitérmica; fuerte aumento de las ventas industriales de insumos de la construcción; incremento en las remuneraciones de los trabajadores especializados; y nuevos instrumentos de inversión comprados por instituciones como AFP y compañías de seguros. En resumen, una verdadera revolución en el mercado inmobiliario que, a juicio de quienes están en el negocio, va a continuar su desarrollo.

Personeros del sector han coincidido en señalar que entre las causas más importantes del cambio destacan: la creación de mecanismos de subsidio estatal directo a particulares, que favorece a los sectores de menores ingresos; y a las

nuevas formas de financiamiento con letras de crédito hipotecario, que ha favorecido la demanda en los sectores medios.

Además, el cambio se ha producido por una creciente canalización de los fondos privados para financiar inversiones en el sector de la vivienda, especialmente de instituciones como son las AFP.

Todo esto ha reemplazado las líneas tradicionales de financiamiento estatal. Hoy el Estado casi no participa directamente en este sector comprando viviendas, excepto para los sectores mas desposeídos.

Asimismo, la estabilidad en el empleo, la baja inflación y el mejoramiento de las remuneraciones, especialmente de los sectores ligados a la exportación han contribuido a crear un mercado potencial cada vez más deseoso de invertir en una vivienda propia. También destacan empresas como Inmobiliaria Santa María, filial del Grupo CAP, que está urbanizando terrenos en sectores exclusivos de Santiago.

D.- PERSPECTIVAS

Actualmente se registra un inusitado auge en la venta de propiedades en el país, destacando especialmente el interés de compradores extranjeros, lo que hasta hace poco era un hecho raro. Destacan en este sentido, las recientes ventas de terrenos a empresas constructoras de Mendoza que se han desplazado a Viña del Mar y Reñaca, ante la caída de la construcción en dicha ciudad; y, las ventas de terrenos a inversionistas norteamericanos que quieren construir hoteles en la Región Metropolitana.

Por su parte, la superficie de edificación total en el país presentó en 1988 un incremento del 15% en relación al año anterior, al totalizar 5.547.190 m², según el INE. Además, el número de viviendas construidas llegó a 75.993 unidades contra 60.326 de 1987, lo que implica un aumento del 26%.

El ritmo que ha alcanzado la construcción en Santiago se evidencia especialmente en Santa María de Manquehue, La Dehesa, La Reina, La Foresta y en otros sectores residenciales donde la venta de sitios fue excepcional en el último tiempo.

Asimismo, en Valparaíso, Viña del Mar y sus alrededores se ha notado un fuerte incremento en la construcción de departamentos y grupos habitacionales, tras el inicio de las obras de la nueva sede del Congreso Nacional. Solo en el sector de El Almendral, donde se está construyendo el Congreso, hay 17 proyectos de construcción ya seleccionados y mas de 60 solicitudes adicionales.

Muchos constructores y otros profesionales del sector inmobiliario estiman que el crecimiento extraordinario de riqueza registrado últimamente a raíz del éxito de las exportaciones, es la causa principal del boom de la construcción.

Dada la incertidumbre política de este año se pensaba que se podría producir una paralización en las ventas, sin embargo, ha existido mucha confianza para comprar, incluso propiedades que están en vías de construirse. Esta situación se registra tanto en las ventas al contado como a crédito.

LOS CORREDORES DE PROPIEDADES

A.- INTRODUCCION

Dentro de la amplia gama de servicios que el sector financiero entrega a la sociedad están aquellos realizados por las empresas inmobiliarias y por los corredores de bienes raíces.

Una empresa inmobiliaria, tal como ya esta dicho, es una persona jurídica de carácter comercial que, actuando por cuenta propia, se dedica al proceso de construcción y venta de bienes raíces. Las empresas netamente inmobiliarias compran sitios, contratan un proyecto de arquitectura, y luego llaman a licitación o adjudican el proyecto a una empresa constructora. La inmobiliaria, en tanto, vende los inmuebles obteniendo el fruto de su inversión.

En cambio, una empresa corredora de bienes raíces es una persona jurídica o natural de carácter comercial que, actuando por cuenta propia o de terceros se dedica a la compra, venta o transacción de propiedades.

Así, la empresa inmobiliaria actúa en el mercado primario de bienes raíces y el corredor de propiedades en el mercado secundario.

B.- REGLAMENTACION

Actualmente, existe amplia libertad para dedicarse al ejercicio de la actividad de corredor de propiedades. En 1977, se dictó el DL 1953, cuyo artículo 13 estableció el libre acceso a dicha actividad y eliminó la función fiscalizadora del Ministerio de Economía, las cuales se hallaban reglamentadas en el DL 1205 de 1944. Posteriormente, la ley 18.796 publicada el 24 de mayo pasado, terminó de derogar las normas del DL 1205 y aquellas complementarias que habían ido estableciendo severos requisitos de moralidad, competencia e idoneidad para el ejercicio de esta actividad.

Desde el momento que no existen normas legales ni reglamentarias de tipo especial que regulen la actividad, su ejercicio requiere solo las condiciones propias del ejercicio del comercio, esto es, tener capacidad legal, inscribirse como

contribuyente en el Rol Único Tributario (RUT), declarar iniciación de actividades ante el SII y pagar ante la municipalidad del domicilio del negocio la correspondiente patente municipal.

La infracción de cada una de estas obligaciones tiene sanciones diversas en la legislación, conforme a las normas del Código Tributario y la Ley de Rentas Municipales.

C.- SITUACION ACTUAL

Todo lo anterior hace que la venta individual y la administración de propiedades (hasta 1982 rubros secundarios) pasarán a ser importantes para los corredores de propiedades, resultando conveniente ampliar la cartera de ofertas.

Además, la necesidad de los clientes de tener una solución rápida y eficaz a su problema inmobiliario, ha llevado a los corredores de propiedades a integrarse. De esta manera, con tan solo visitar una de las oficinas asociadas se puede tener acceso a una amplia cartera de propiedades y así no tener que recorrer mucho para conseguir el bien raíz buscado.

Dado el mercado tan competitivo, las empresas del área han reaccionado sumando otras líneas de negocios afines y compatibles al corretaje de propiedades, tales como, el corretaje de líneas de teléfonos, por ejemplo.

La característica principal de este negocio es el bajo costo de ingresar al mercado, de hecho en el país hay actualmente más de 10.000 corredores de propiedades, lo que por supuesto tiene el impacto de atenuar las ganancias. Sin embargo, un mercado exigente ha comenzado a demandar satisfacción a sus necesidades de seguridad de buen término de la transacción, lo que permite que sólo las empresas con una mayor solvencia realicen los mejores negocios.

Desde esta perspectiva, es que las empresas tratan de asociarse, integrarse o reunirse como una forma de enfrentar el desafío. Al respecto, cabe destacar la Asociación Nacional de Corredores de Propiedad (ACOP) que en Santiago cuenta con 200 miembros, seleccionados estos por sus antecedentes profesionales y morales y sujetos a normas reglamentarias y éticas en el desempeño de sus funciones. Además, ACOP está sujeta a la fiscalización del Ministerio de Economía.

Otros corredores de propiedades también tratan de integrarse y complementarse. Por ejemplo, la empresa Corredores Integrados es un grupo formado por diez oficinas que se formó hace seis años para hacer frente a la recesión que afectó seriamente a la actividad inmobiliaria.

Por otra parte, Fuenzalida Propiedades, que forma parte de Corredores Integrados, individualmente ha logrado convertirse en la oficina con la mayor

cartera de propiedades individuales del país. En la actualidad, administra 1300 bienes raíces en Santiago y 300 en Viña del Mar.

También es necesario destacar una serie de grupos de corredores de propiedades que integran sus oficinas para abarcar todos los servicios de corretaje, incluso asesorías inmobiliarias y financieras, con dedicación especial en cada rubro.

Finalmente, cabe destacar a la división corredora de bienes raíces de Tattersall.

El mercado del sector de corretaje de propiedades se ha mantenido relativamente estable en los años recientes, de hecho, el número de viviendas transadas durante 1988 fue muy similar al de 1987, alcanzando en Santiago, cerca de 10.000 propiedades por cifras sobre las UF 500, lo que es notable considerando que fue un período bastante irregular por el plebiscito. Además, se estima que el valor promedio de las viviendas aumento en un 10% real.

Del total de viviendas transadas en 1988, un 37% corresponde a viviendas nuevas y un 63% a usadas, lo que contrasta con el período 1986-1987, en que se transó un 25% en viviendas nuevas y un 75% en viviendas usadas.

En cuanto al tipo de vivienda, en 1988 un 75% de las viviendas nuevas son casa y un 25% departamentos. En el caso de las usadas, un 70% son casas y un 30% son departamentos.

Por otro lado, como muy positivo califican los analistas del sector la eliminación del Registro de Corredores de Propiedades que se produjo a fines de mayo pasado. Esta evita eventuales daños al público y pone termino así al aprovechamiento que surgía de quienes aparentaban contar con el respaldo y la fiscalización del Ministerio de Economía para ejercer en forma incorrecta actividades de corretaje de propiedades.

La eliminación del registro viene a eliminar una inconsistencia que se produjo en 1977 cuando el DL 1953 estableció el libre acceso a la actividad, eliminando los requisitos exigidos hasta esa fecha; al mismo tiempo, estableció que las dificultades que pudieren surgir entre el corredor de propiedades y su cliente se resolverían por la justicia ordinaria, con lo que quedaron sin efecto las atribuciones fiscalizadoras del Ministerio de Economía. Sin embargo, este último continuo llevando el registro en forma actualizada, lo que generaba una situación distorsionada ante el público.

D.- PERSPECTIVAS

Personeros del sector de corretaje de propiedades coinciden en señalar que, por ejemplo, existe un problema de oferta de departamentos pequeños, de 50 a 80 metros cuadrados aproximadamente, para satisfacer la demanda de unas

140.000 personas en Santiago, que desean vivir en lugares con buenas vías de acceso y ojalá cerca del Metro. En general, se trata de personas de estrato alto o medio alto, que viven solas o cuyo núcleo familiar se ha reducido a dos personas y no requieren de un espacio muy grande.

Además, existe una demanda amplia por arriendos de verano en los principales balnearios del país .

Por otra parte, en el caso de las ventas ofrecidas en el sector alto de Santiago, muchos de los compradores y quienes adquieren propiedades son inversionistas que después arriendan las viviendas. Esto porque este tipo de inversión la rentabilidad llega a 8% real anual en promedio con un riesgo relativamente bajo.

En regiones, destaca la demanda que existe (sobretudo en verano) en la V región, específicamente Viña del mar y últimamente Valparaíso, a consecuencia de la instalación del Congreso en dicha ciudad.

Finalmente, en términos generales, si las normas se mantienen estables y la situación económica continua aumentando no se debieran observar mayores cambios en el negocio de la construcción e inmobiliaria, salvo un leve descenso en la actividad, dado que, entre otras cosas, si se considera el conjunto de posibles negocios que tienen los inversionistas, el sector inmobiliario se presenta como uno de los mas rentables y seguros, por lo cual seguirá siendo una actividad interesante.

LAS CASAS DE CAMBIO

A.- INTRODUCCION

Además de los bancos comerciales y las sociedades financieras, existen otros agentes económicos que están autorizados para realizar operaciones de cambio de moneda extranjera (Money Exchange), estas son las casas de cambio.

Casa de cambio es una persona jurídica de carácter comercial que, autorizada por el Banco Central y actuando por cuenta propia se dedica a la compra, venta o transacción de monedas extranjeras, para realizar, únicamente, las operaciones de cambios internacionales que se señalan en el Capítulo IV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

A su vez, las operaciones de cambios internacionales que pueden realizar las empresas bancarias autorizadas están especificadas en el Capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Las casas de cambio pueden realizar, en general, menos operaciones de cambios internacionales que los bancos comerciales. Por ejemplo, no pueden ofrecer servicios de cuenta corriente en moneda extranjera ni financiar operaciones de

comercio exterior, como créditos para exportaciones o importaciones. Tampoco pueden ofrecer servicios de operaciones con títulos de deuda externa, etc.

Específicamente, las casas de cambio están autorizadas para realizar las siguientes operaciones: prestar servicios de compraventa de divisas a turistas, cuotas de viajes, financiar operaciones con tarjetas de crédito en moneda extranjera, liquidación de remuneraciones en moneda extranjera, operaciones al amparo del Art. 14 y 15 de la ley de Cambios Internacionales, operaciones asociadas al DL 600, compra y venta de divisas a otras casas de cambio y bancos comerciales, etc.

B.- REGLAMENTACION

La normativa referente a las casas de cambio esta especificada en el Capítulo IV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. En dicho capítulo, se define legalmente a las casas de cambio y se especifica concretamente las operaciones que dichos agentes económicos están autorizados a realizar.

Para ser casa de cambios, se deben presentar los antecedentes respectivos al Banco Central y, una vez que este de el visto bueno, se debe publicar en el Diario Oficial la autorización respectiva, antes de operar.

Las casas de cambio, con excepción de aquellas que sean a la vez sociedades financieras, deberán cumplir entre otras, con las siguientes condiciones, a satisfacción del Banco Central:

- ? Acreditar un patrimonio neto no inferior a los mínimos que se indican, 12.000 UF para las ciudades de Santiago, Valparaíso y Concepción, y 6.000 UF en el resto del país. Para estos efectos bastará tener una sucursal en algunos de los lugares señalados precedentemente para que rija la obligación del patrimonio neto allí señalado.
- ? Acreditar que al menos el 50% del patrimonio neto, se encuentra invertido en bienes, activos y/o recursos de fácil liquidación y libre disposición.
- ? Constituir una garantía en UF con el objeto de caucionar el cumplimiento de todas las normas. Dicha garantía deberá ser en todo momento del 50% del patrimonio neto antes aludido.
- ? Contar con la aprobación del o de los locales destinados a su giro. Los locales deberán estar destinados, en forma exclusiva, a la operación de casa de cambio. No obstante, las sociedades financieras podrán utilizar los mismos locales en que funcionen como tales. Sin perjuicio de lo anterior, se podrá autorizar el funcionamiento de una casa de cambio en locales que correspondan a empresas de turismo o a otras entidades.

Las casas de cambio podrán cobrar en las operaciones de cambios internacionales que realicen, una comisión, en moneda corriente, a consentir libremente entre las partes.

Las casas de cambio autorizadas podrán mantener una Posición de Cambios Internacionales, debiendo dar cumplimiento a las normas respectivas. El saldo solo podrá ser mantenido en caja o en depósito a la vista y, el Banco Central podrá exigir en cualquier momento la venta total o parcial del excedente en dicha Posición.

Las casas de cambio podrán mantener en no mas de 3 bancos situados fuera del país, sendas cuentas corrientes en moneda extranjera y mantener en el país, también en no mas de 3 bancos, cuentas corrientes en moneda chilena y otras tantas en moneda extranjera.

C.- SITUACION ACTUAL

Las casas de cambio deben compartir su área de negocios con un sinnúmero de participantes, formales o no. Entre ellos cabe mencionar a los bancos, sociedades financieras, hoteles, casinos, etc. Además, del informal mercado paralelo de divisas.

Cabe recordar que las sociedades financieras no están autorizadas en si, desde 1986, para realizar operaciones de cambios internacionales. Sin embargo, la legislación actual las faculta a desarrollar el giro de casa de cambio si así lo desean y si cumplen con determinados requisitos.

Considerando la gran competencia que enfrenta este segmento del sector financiero, dentro y fuera de él, la mayoría de los participantes en este han optado por incorporar otras áreas de negocios a la original. En este sentido, la orientación lógica parece ser la prestación de servicios de agente de viajes, por las economías de escala que significa el poder satisfacer las necesidades de cambios internacionales en un mismo lugar.

La sinergia es clara. Parte importante de los clientes de las casas de cambio son personas que tienen intención de viajar. Esto se debe a que los otros agentes interesados en realizar operaciones de cambio son aquellos que realizan actividades de comercio exterior o de conversión de pagarés de deuda externa, los cuales más bien son clientes de las instituciones financieras.

Al penetrar en este mercado, sin embargo, deben experimentar una competencia igual o más fuerte que la presente al interior de su mercado original. Así, existe un gran número de agencias de viajes de los más variados tamaños y servicios.

Al respecto, las agencias de viajes o de turismo prestan servicios tanto a las personas que desean viajar al extranjero como a las que llegan desde el exterior, siendo ambos negocios bastante lucrativos.

Cifras del Banco Central indican que en 1987 ingresaron al país 560.549 turistas, lo que significó para el país un ingreso de US \$156,2 millones. Si se considera el ingreso de divisas por exportaciones (excluyendo el cobre), el turismo representó el 5% del total.

En tanto en el primer trimestre de 1988, se observó un aumento de 1,4% respecto a igual período de 1987, estimándose que durante 1988 llegaron al país 566.000 turistas.

La situación general de la economía en los distintos países, la relación cambiaría mas favorable para la mayoría de los turistas extranjeros, las acciones promocionales desarrolladas en países limítrofes y en otros mercados importantes como USA y Europa, así como, la apertura de Chile al comercio exterior, el aumento de las inversiones extranjeras y el desarrollo del turismo interno y externo, son las causas que han motivado la tendencia creciente del flujo turístico hacia Chile.

Las casas de cambio, por su giro principal, se ubican preferentemente en las regiones y lugares donde las operaciones de comercio exterior se concretan o donde existe un flujo turístico fuerte. Así, la mayoría de ellas están presentes en Santiago, Valparaíso, Viña del mar, Los Andes, Arica, etc.

Sin embargo, es curioso que en las zonas francas del país no existan casas de cambio. Con esto debe entenderse que las operaciones se concretan en las ciudades ya indicadas o que simplemente los agentes económicos trabajan con bancos.

D.- PERSPECTIVAS

Se puede concluir que, dada la actual orientación de la política económica en relación a la apertura comercial de Chile con el resto de los países, el crecimiento de este sector del mercado esta en cierto modo asegurado. Cabe destacar que esta mayor apertura también beneficia al sector turismo.

Sin embargo, el gran número de participantes en el mercado y el bajo costo de entrar y salir de este hace muy difícil el mantener la participación de mercado de una empresa en particular. En consecuencia, la rentabilidad de las firmas individuales decrecerá o a lo sumo se mantendrá, a no ser que el mercado continúe creciendo o que las empresas del sector implementen medidas para contrarrestar la creciente competencia.

LAS EMPRESAS DE COBRANZAS, VERIFICACIONES Y SERVICIOS AFINES

A.- INTRODUCCION

Existen en el mercado un conjunto de empresas cuya labor es prestar servicios de apoyo al resto de las empresas del sector financiero en particular, y al comercio en general. Estas empresas son las que realizan operaciones de cobranzas, verificaciones y servicios afines.

Dichas empresas prestan la más amplia gama de servicios que tienen por objetivo llevar a un término satisfactorio la prestación de operaciones de crédito, en general.

Entre los servicios prestados por estas empresas están la entrega de informes comerciales (generalmente mediante un sistema computarizado que permite entregar un informe detallado del estado financiero de cada deudor) y servicios de verificación de personas y domicilios, que son prestados previos a la concreción de la operación comercial.

Posterior a esta, si existiere algún problema que obstaculizara el éxito del término de la operación comercial, principalmente el no pago del crédito, las empresas de esta área del sector financiero, entregan servicios que van desde la cobranza prejudicial, cobranza judicial (la que generalmente incluye asesoría legal y financiera) hasta las asesorías en caso de quiebras, etc.

B.- REGLAMENTACION

Específicamente en Chile, no existe una reglamentación concreta para las empresas de cobranzas, verificaciones y servicios afines.

Esta situación cambia si la empresa es filial de una empresa fiscalizada por la SBIF, ya que la dicha empresa debe ajustarse a la normativa de esta con respecto a su relación con la casa matriz.

Desde el momento que no existen normas legales ni reglamentarias de tipo especial que regulen la actividad, su ejercicio requiere solo las condiciones propias del ejercicio del comercio, esto es, tener capacidad legal, inscribirse como contribuyente en el Rol Único Tributario (RUT), declarar iniciación de actividades ante el SII y pagar ante la municipalidad del domicilio del negocio la correspondiente patente municipal.

La infracción de cada una de estas obligaciones tiene sanciones diversas en la legislación, conforme a las normas del Código Tributario y la Ley de Rentas Municipales.

C.- SITUACION ACTUAL

Existe un gran número de estas empresas en este sector (mas de 20 en Santiago) pues no hay mayores barreras al ingreso de nuevos competidores al mercado. Algunas de ellas prestan servicios tanto en el extranjero como en el país, otras se limitan a operar en todo Chile y finalmente, las menos, están circunscritas solo a una área determinada, principalmente Santiago.

En la actualidad estas empresas ven atacadas parte de sus áreas de negocios con el gran crecimiento en el número de clientes asociados al sistema de tarjetas de crédito para las pequeñas y medianas empresas comerciales, que se ha producido en los últimos cuatro años en el país.

Este sistema permite a las empresas contar con un servicio de crédito de bajo costo de operación.

El servicio incluye asesoramiento en el diseño de la tarjeta, cotizaciones, capacitación del personal en el uso del sistema, promociones, captaciones de clientes, un departamento de crédito a cargo de las cuentas por cobrar, informes de ventas, pagos y estado de las tarjetas, un servicio de información a través de todo el país para cualquier consulta de las empresas e informes de recaudaciones diarias producto de los pagos de cuentas en los locales.

El sistema garantiza estadísticamente un porcentaje de morosidad en los pagos del 1%. Asimismo, según se desprende de los resultados obtenidos, las ventas aumentan en los niveles de entre un 30% y 40%.

Otro servicio consiste en permitir a clientes que no disponen de cuenta corriente acceder a líneas de crédito en una gran variedad de empresas, las cuales a su vez, pueden disponer de toda la información existente de los mismos en una base de datos centralizada.

La principal empresa proveedora de estos servicios es Comcard, quien hasta ahora ha implementado el servicio en varias de las más grandes casas comerciales del país.

Por supuesto, se esta atacando solo una parte del mercado de las empresas de cobranzas, sin embargo, es una parte importante. Mas aun, cuando diversas empresas se incorporan con un mayor énfasis a la tecnología, la cual permite hacer un seguimiento mas preciso de las conductas de pago de los clientes y, por ende, obtener aprobaciones mas acertadas de crédito.

En todo caso, siempre existirá un porcentaje de créditos malos que necesitarán de los servicios de estas empresas.

En este sentido, es importante que las empresas del sector incorporen un mayor componente tecnológico a sus operaciones. Así lo han entendido varias de ellas,

las cuales cuentan en la actualidad con sistemas computacionales que proveen informes detallados del estado de cada deudor, como ya esta dicho.

D.- PERSPECTIVAS

Las empresas de esta área en conjunto tiene perspectivas de crecimiento en la medida que el mercado financiero y comercial se desarrollen y una mayor cantidad de operaciones de crédito se realicen.

Por supuesto, esta el peligro de que en la medida que el sistema se sofisticue con nuevas formas de tecnología exista un mayor éxito en el otorgamiento de créditos, en el sentido de identificar a los buenos clientes de los malos y, en consecuencia, el mercado de cobranzas disminuya.

Seria necesario, además, para la futura competencia y rentabilidad de las empresas del sector, que estas empresas impongan barreras más importantes al ingreso de nuevas entidades al mercado. Ya que es claro que en la medida que el mercado crezca y que disminuya la competencia, estas empresas tendrán mejores y más amplias perspectivas.

LAS EMPRESAS DE TRANSFERENCIA ELECTRONICA DE FONDOS

A.- INTRODUCCION

Cada día es más evidente que la industria financiera no puede esperar que los clientes vayan al banco; debe salir a encontrarlos en sus lugares de trabajo, estudio, consumo o recreación. Es el porque de la multiplicación de cajeros automáticos (ATM).

El negocio bancario tradicional (captación y colocación de recursos financieros) se vio amenazado en los años 1970s por una creciente competencia, especialmente con la entrada al mercado de otras instituciones: empresas operadoras de tarjetas de crédito, AFM, cadenas de tiendas minoristas, bancos de inversión, entre otros, que emiten sus propias tarjetas plásticas y ofrecen servicios bancarios adicionales.

La solución vino por el lado de la tecnología: algunas instituciones pioneras, como el Citibank, descubrieron en la telemática (la combinación de telecomunicaciones e informática) la clave para redefinir el negocio bancario.

Quedó abierta así la posibilidad de construir redes de terminales de diversos tipos (tales como ATMs, terminales de puntos de venta y hogareños, computadores personales, etc.) que se transformaron en verdaderas vitrinas de los servicios financieros disponibles. En la actualidad, las operaciones van desde una simple

consulta de un saldo de cuenta corriente hasta el complejo manejo de flujos de dinero en las empresas.

Estos servicios incrementan de manera notable la eficiencia y competitividad de la banca como un todo. Se calcula que en USA el costo de procesamiento de una transferencia electrónica es de US \$0.2 versus US \$0.8 para una transacción convencional que involucra la manipulación de papeles.

Aprovechar la tecnología es el punto clave de la planificación estratégica y de marketing de las empresas financieras. En América Latina, sin embargo, los inicios de la transferencia electrónica de fondos se sitúan más bien en el interés de ciertos bancos de proyectar una imagen corporativa de alta tecnología.

Los ATMs hicieron su aparición en Chile como una especie de vitrina del Banco de Santiago y el éxito desde el punto de vista de imagen fue extraordinario ya que le permitió posicionarse como el líder tecnológico entre los bancos chilenos.

En Chile, fue la inquietud ante la existencia, en 1985, de dos ofertas provenientes de instituciones no bancarias para formar y operar redes de transferencia electrónica de fondos, lo que condujo inicialmente a tres de los bancos privados mas importantes del país (Chile, Santiago y Crédito) a iniciar un estudio hasta culminar a finales de 1987 con la formación de la actual Redbanc.

B.- REGLAMENTACION

Bajo la nueva normativa bancaria, las instituciones financieras están autorizadas para ser accionistas o tener participación en sociedades cuyo objeto exclusivo sea prestar servicios destinados a facilitar el giro bancario.

Esta norma se refiere a aquellos servicios a los cuales los bancos deben recurrir para un moderno y ágil funcionamiento, como son los relativos a cajeros automáticos, transferencia electrónica de fondos, custodia de valores, etc. y respecto de los cuales las empresas bancarias deben necesariamente asociarse con el objeto de disminuir sus costos.

Debe tenerse presente que en las sociedades que se forman con tal finalidad, que no es obligatorio que sean anónimas, podrán participar como socios o accionistas otros bancos o sociedades financieras.

Así se puede apreciar que no existen mayores restricciones ni obligaciones al respecto, mas allá de las naturales exigidas por la SBIF a las empresas relacionadas con los bancos.

C.- SITUACION ACTUAL

En la actualidad en Chile, existen dos empresas de transferencias electrónicas de fondos (ETEF), a saber Redbanc y Banlíder.

Ambas ETEF permiten que cualquier cuenta correntista de alguno de los bancos socios pueda realizar sus operaciones bancarias en cualquiera de los cajeros automáticos de la red. El sistema, que trabaja las 24 horas del día, funciona tanto con tarjetas específicas para el efecto como con tarjetas de crédito y consiste en realizar un conjunto de operaciones financieras que van desde, por ejemplo, la consulta del saldo de la cuenta, de las operaciones realizadas, etc.

Con una inversión inicial de US \$2,5 millones, a los que deben agregarse otros US \$8.5 millones más, que las entidades asociadas ya habían invertido en sus propios sistemas, Redbanc, la principal ETEF conectó en una primera etapa a 125 de los 150 cajeros automáticos de las entidades asociadas y proporciona servicio en 17 ciudades del país: Arica, Iquique, Antofagasta, La Serena, Viña del Mar, Valparaíso, Rancagua, Curicó, Talca, Chillán, Los Ángeles, Concepción, Temuco, Valdivia, Osorno y Punta Arenas, además de Santiago.

Redbanc agrupa a más de 300.000 cuenta correntistas, el total de los cuenta correntistas de los bancos socios, que son: el Banco de Chile, Crédito e Inversiones, Santiago, Español-Chile, Sudamericano y de A. Edwards, además de Citibank. Estos bancos poseen a su vez alrededor del 90% de los cajeros automáticos del país. El proyecto contempla la inversión de otros US \$8 millones para llevar adelante el programa de reposición y aumento de cajeros.

Sin embargo, Redbanc debe hacer frente a la competencia de Banlíder, una nueva ETEF, que constituyeron el 24 de mayo de 1988 los bancos Concepción, Del Trabajo, Nacional, O'Higgins y Banco Osorno, con un aporte en partes iguales para formar un capital de \$438 millones. Banlíder nace, en gran parte, por la existencia de Redbanc que hizo imperativo a los bancos que no participaban en esta, el que pudieran entregar los mismos servicios.

El propósito de Banlíder es integrar una red de 70 cajeros automáticos, número que incluye los 29 que tenían en funcionamiento algunos de los bancos socios al momento de constituirse la sociedad. Del total de cajeros mencionados, 32 se ubican en Santiago y el resto en 19 de las ciudades más importantes del país. Además, Banlíder incorporará, en un futuro cercano, a otros 20 ATMs a la red.

En todo caso, pareció quedar en claro el liderazgo de Redbanc cuando en diciembre de 1988 se anunció que siete nuevas instituciones financieras tomaron la decisión de integrarse a Redbanc. Ellas son los bancos Bice, de Boston, Security, Bhif, Centrobanco, Chase y la financiera Atlas. Con esto 100.000 personas se unirán a las 320.000 que ya pueden acceder tranquilamente a su dinero en más de 160 cajeros automáticos de la red. Por su parte, a Banlíder se sumaron el banco Internacional y la financiera Fusa quedando así en 6 los socios,

considerando la fusión del Bancosorno y Del Trabajo, por incorporación del segundo al primero.

También confirmó esta superioridad, la última encuesta realizada por Adimark entre 300 cuenta correntistas de nivel socioeconómico alto y medio-alto, que mostró que el 71,7% de los encuestados conoce Redbanc y solo el 27% ubica a Banlíder.

Además de estas dos redes, cabe destacar que el Banco del Estado pondrá próximamente en marcha una red de cajeros automáticos, que en una primera etapa comprenderá más de 43 sucursales, así como algunos puntos estratégicos en lugares neutrales. Esto por su envergadura puede considerarse una red tan importante como Redbanc o Banlíder. El monto total de la inversión alcanzará a US \$7.5 millones y se realizará en un plazo relativamente corto de 12 a 18 meses. La medida implicará aumentar en un 50% la capacidad de atención en línea a los clientes del banco.

La intención del banco es mantener un número no menor de 150 ATMs a lo largo de todo el país. Entre las funciones más importantes que se espera que desarrolle la red es la atención de las dos principales fuentes de congestión de clientes en las oficinas de la institución: la atención de ahorrantes en libretas y el pago de cheque fiscales. Con ello se pretende terminar con las colas que caracterizan al banco, pues los ATMs servirán las 24 horas del día.

El Banco del Estado tiene en la actualidad unos 5.5 millones de tenedores de libretas de ahorro y aproximadamente unos 70.000 cuentacorrentistas, entre personas y empresas.

D.- PERSPECTIVAS

Uno de los temas predilectos en transferencia electrónica de fondos es la incorporación de nuevos servicios, mas allá de lo que ofrece un ATM. Los terminales de punto de venta (POST, Point of Sale Terminal), la banca desde el hogar y el cash management y el manejo de caja de las empresas ocupan la mente de los innovadores.

El POST es el que abre mayores posibilidades para la implantación del dinero electrónico. La idea, en su versión mas desarrollada, es que el consumidor pueda hacer sus compras premunido de una tarjeta de débito. La tarjeta al ser leída en un POST realiza de modo inmediato una transferencia de fondos desde la cuenta del cliente hasta la del comerciante.

A pesar de ser un concepto revolucionario, o quizás debido a ello, el POST ha sido lento en despegar en Latinoamérica. No solo se requiere de alta inversión y acuerdo de las ETEF con los comerciantes, sino también de incentivos para los

consumidores para que cambien sus hábitos de pago por transferencias electrónicas que equivalen a un pago en efectivo.

En el frente de los productos de esta nueva generación para las empresas, el avance es mas claro. Las palabras claves aquí son el cash management, el manejo del efectivo de la empresa en múltiples bancos simultáneamente.

Finalmente, esta la banca en el hogar. Si bien hay una oferta incipiente en el país, la verdad es que sus reales posibilidades comenzarán cuando los hogares puedan ser dotados de terminales sencillos que incluyan lectores de tarjetas magnéticas. Solo entonces será posible, dada la facilidad de uso y seguridad de la tarjeta, incorporar a legiones de dueñas de casa a los beneficios de la nueva tecnología, los cuales incluirán, por cierto, la realización de ciertas compras desde el hogar.

LAS ADMINISTRADORAS DE MUTUOS HIPOTECARIOS

A.- INTRODUCCION

Las administradoras de mutuos hipotecarios (AMH) son de reciente creación ya que solo a comienzos de 1988 se dictó la normativa que hizo posible esta área de negocios y, de hecho, sólo tres empresas operan en la actualidad en él.

Un mutuo hipotecario es un préstamo otorgado por una AMH a una persona natural destinado a la adquisición, construcción, ampliación o reparación de viviendas urbanas, por un valor que no exceda del 80% de la tasación del bien raíz. El mismo documento de crédito se transforma en un instrumento financiero que la AMH puede ofrecer a inversionistas institucionales.

Por el momento, los únicos inversionistas institucionales autorizados para operar con mutuos hipotecarios son las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones, aunque estos últimos sólo lo pueden hacer en forma indirecta, a través de fondos de inversión inmobiliarios.

Por otra parte, los bancos e instituciones financieras también tendrán la calidad de AMH sin necesidad de cumplir mayor requisito.

B.- REGLAMENTACION

El DL 18.707 de mayo de 1988 autorizó a las compañías de seguros de vida a invertir, por intermedio de una AMH, en mutuos hipotecarios hasta el 30% de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo en mutuos hipotecarios destinados a préstamos para la compra de viviendas.

La SBIF emitió las disposiciones por las cuales se registrarán las operaciones de crédito con mutuos hipotecarios en julio de 1988.

En el caso de los mutuos hipotecarios emitidos con recursos propios, se señala que los contratos deberán extenderse en escritura pública que llevará la cláusula a la orden, de la cual se otorgará una sola copia autorizada, la que será para la institución financiera acreedora.

Con este instrumento se podrán otorgar préstamos para vivienda o fines generales a un plazo no inferior a un año ni superior a 30. Los préstamos que otorguen las instituciones financieras bajo esta modalidad no podrán exceder del 80% del valor de tasación del inmueble ofrecido en garantía.

Una de las características más importantes de estos nuevos documentos es que podrán transferirse mediante endoso, el que deberá apuntarse a continuación, al margen o al dorso de la copia autorizada de la escritura pública respectiva. La cesión del crédito implica el traspaso de garantías, derechos y privilegios del acreedor.

Indican las normas de la SBIF que la venta de estos créditos se hará siempre por documentos completos, no pudiendo, por tanto, cederse participaciones sobre los mismos. Tampoco podrán venderse con pacto de retrocompra.

Se establece que podrán ser cesionarios de estos créditos los bancos, las sociedades financieras y otras entidades reguladas por leyes especiales que les permitan efectuar este tipo de inversiones. En este último caso, la SBIF declara que cumplen este requisito las compañías de seguros del segundo grupo, esto es, las compañías de seguros de vida y las sociedades que para este efecto se inscribirán en el registro especial que llevará la SVS. Las compañías de seguros de vida, podrán otorgar, por intermedio de una AMH, o adquirir mutuos hipotecarios.

Las instituciones financieras están facultadas para actuar como agentes administradores de las compañías de seguros de vida para los efectos de otorgar, adquirir y administrar mutuos hipotecarios. A diferencia de otros agentes administradores, los bancos no necesitan estar inscritos en el registro especial.

Las disposiciones precisan que las instituciones financieras o AMH, según corresponda, deberán informar a los solicitantes de préstamos hipotecarios, en forma anticipada, el monto aproximado de los gastos que la operación les pudiera generar. Deberán entregar también, posteriormente, una liquidación detallada de los gastos, tasa de interés, plazo y calendario de pago de la deuda.

En el caso de que la institución financiera venda o adquiera un mutuo hipotecario, por cuenta propia o como agente administrador, deberá dar aviso escrito de este hecho al deudor, señalando el nuevo lugar de pago, en el caso de que corresponda.

C.- SITUACION ACTUAL

Lentamente, tres entidades financieras están incursionando en el nuevo mercado que representan los mutuos hipotecarios.

La primera fue la AMH Aetna Crédito Hipotecario, que opera desde octubre de 1988 y que pertenece a la compañía de seguros de vida Aetna. Esta AMH financia hasta un 80% del valor de la propiedad, con tasas de interés convenientes y amplias posibilidades de plazo, que van desde 3 hasta 18 años. En su publicidad, la AMH anuncia que trabajando con ella el cliente no paga la tasación, ni la redacción de la escritura, ni el estudio de los títulos. Además, se recibe exactamente el monto pactado pues es una operación sin letras hipotecarias.

La segunda AMH operando actualmente es Mutuoban, que partió el 4 de abril pasado con un capital de \$50 millones. La AMH está vinculada al American International Group (AIG), propietaria en Chile de las empresas Interamericana. Esta AMH otorga créditos hipotecarios desde un mínimo de UF 1500 y hasta un máximo de UF 5000.

Por último, desde marzo de este año se encuentra operando en esta área de negocios el Banco Bice. El Bice ha ofrecido a sus clientes este sistema como una opción alternativa a las letras hipotecarias, teniendo la posibilidad adicional, a diferencia de las AMH, de financiar mediante este mecanismo oficinas y locales comerciales.

El banco otorga créditos hipotecarios por UF 500.000 en sus diferentes sistemas. El monto a otorgar, a través de la modalidad de mutuos, tendrá un cupo mensual limitado y, en el caso de coparse la línea, el banco igualaría a las condiciones para las operaciones con letras hipotecarias, bajando las comisiones de estas.

Hasta el momento, el banco no ha endosado los mutuos hipotecarios a otros inversionistas, pues todavía no ha habido interés concreto por parte de los inversionistas ni tampoco hay un conocimiento acabado del mercado.

Mutuoban, por su parte, se ha planteado el negocio como de largo plazo, y de ninguna manera esperan ganancias este primer año de operación.

Se estima que la permanencia del sistema dependerá de la calidad de la cartera de clientes que se generen.

Desde hace dos años hasta esta parte los bancos comenzaron a abandonar el mercado hipotecario o a detener su crecimiento, como una forma de mantener la relación deuda-capital dentro de niveles aceptables. La banca mantenía a marzo de este año una relación de endeudamiento a capital pagado y reservas de 1 a 14

como promedio, lo que constituye una situación bastante estrecha si se considera que la Comisión Clasificadora de Riesgo de la SAFP estima como inadecuada una razón de 1 a 17, no obstante que la ley permite que llegue a 1 a 20.

De modo que la mayoría de los bancos, con el propósito de no caer en la zona de penalización, debió tomar la decisión de sacrificar algunas áreas de negocios. Y la casi totalidad de los bancos optó por el rubro hipotecario, que sin ser malo en general básicamente debido a la seguridad que brinda, es el que arroja la más baja rentabilidad.

Esto es lo que explica, según los especialistas, que el 85% de la demanda de crédito hipotecario sea atendida actualmente por el Banco del Estado y el resto principalmente por el BHIF y el Banco del Desarrollo. Las demás entidades financieras dirigen sus esfuerzos a la conquista del mercado que demanda créditos superiores a UF 1500 o algo menos. Tanto es así, que la SBIF obligó a los bancos a informar, a las personas que abren cuenta de ahorro para la vivienda, de las exigencias que demandarán luego para extender créditos.

Como este vacío en ningún caso ha sido llenado por las compañías de seguros de vida, que fueron autorizadas para operar en el rubro, la estrechez de la oferta a hecho subir las tasas de interés lo que se agrava más si a esto se agrega la comisión, aproximadamente el 3%.

Las compañías de seguros en cuestión no reaccionaron como se esperaba y, además, se han concentrado en el estrato de ingresos más altos.

D.- PERSPECTIVAS

Esta contracción en el mercado del crédito hipotecario, curiosamente se ha presentado con una reactivación en la construcción y venta de viviendas.

Durante todo 1988 y hasta hoy, salvo una pequeña interrupción con ocasión del plebiscito del 5 de octubre, la actividad de la construcción y colocación de los inmuebles no ha cesado de crecer.

Esta situación que es abiertamente contradictoria con una realidad en que el crédito hipotecario no aumenta, muestra que las personas están realizando las adquisiciones con recursos propios.

La compra y venta de viviendas ha alcanzado un ritmo tan rápido, que se están registrando no pocas compras "en verde", esto es, en viviendas que aún no se construyen.

El problema del proceso descrito es que tarde o temprano los recursos propios de los demandantes se van a terminar. Y cuando ello suceda, y dado el alto costo del

crédito actual, el sector de la construcción como un todo entrará en una etapa de crisis.

La única solución factible es que las AFP participen activamente en este mercado y que los bancos reduzcan, de alguna manera, su relación deuda a capital para con esto volver al mercado hipotecario.

Según el Ministerio de la Vivienda, en la actualidad el 13% del total de hogares no tiene todavía una vivienda y sólo el 0.3% (3021 familias) de un total de 1.047.148 hogares de la Región

LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSION

A.- INTRODUCCION

Las administradoras de fondos de inversión (AFI) son sociedades anónimas con objeto exclusivo para tal administración, la que podrá recibir una comisión de parte del fondo como pago de sus servicios.

Esta es una nueva área de negocios, creada recientemente por la autoridad, como una manera de expandir y aumentar la eficiencia del mercado de capitales chileno.

Los fondos de inversión se caracterizan porque las cuotas no son rescatables sino hasta el término del plazo del fondo, a pesar de que darán dividendos, para lo cual deberán distribuir anualmente a lo menos el 80% de los beneficios netos que hayan percibido durante el ejercicio. Su liquidez esta dada en el mercado bursátil donde se transarán las cuotas y quedarán sujetas al régimen de clasificación de riesgo.

Los tres tipos de fondo de inversión que podrán crearse, según el objeto principal de su inversión, son : inmobiliarios, que invertirán principalmente en bienes raíces urbanos ubicados en Chile, en mutuos hipotecarios endosables y en sociedades anónimas inmobiliarias; de capital de riesgo, que podrán invertir en valores no registrados en la SVS, emitidos para financiar nuevos proyectos empresariales o la ampliación de los existentes y cuyo objeto no sea el inmobiliario; y, mobiliarios, que podrán invertir solo en instrumentos de oferta pública, sean estos acciones o títulos de deuda.

B.- REGLAMENTACION

Los fondos de inversión son patrimonios constituidos por aportes de personas naturales o jurídicas, para que una AFI los invierta con fines generales.

La AFI será una entidad aparte, con patrimonio pobre mínimo de UF 10.000 por cada fondo, y giro exclusivo, la que será remunerada por los inversionistas del fondo que administren.

La forma que tienen los participantes de ejercer algún control sobre la administración del fondo es a través de una asamblea de aportantes, que hace las veces de accionistas. En esta asamblea se debe designar un comité de vigilancia, a quienes les corresponderá ejecutar las acciones de control que determinen.

Según los valores o bienes en que se inviertan los fondos, estos se clasificarán de la siguiente manera:

- ? Mobiliario: cuyos recursos pueden orientarse a pagarés del Banco Central y de la Tesorería (hasta un 50%), depósitos bancarios, letras de crédito, acciones y bonos de sociedades anónimas abiertas y cuotas de fondos mutuos.
- ? Inmobiliario: cuyos recursos pueden destinarse, además de los ya señalados para los mobiliarios, a bienes raíces urbanos en Chile, mutuos hipotecarios endosables y acciones de sociedades anónimas inmobiliarias. El límite mínimo de estas inversiones es de un 30% del fondo, a contar del segundo año de operación y 50% desde el tercero.
- ? De riesgo: cuyos recursos podrán destinarse, además de los ya señalados para el fondo de tipo mobiliario, a acciones y bonos de sociedades anónimas cerradas destinadas a financiar nuevos proyectos o a una ampliación de los ya existentes. El fondo no puede invertir en más del 40% del fondo en estas sociedades.

Tanto los fondos de inversión como las AFI quedarán sometidos a la fiscalización de la SVS y se deberán regir por las disposiciones establecidas en la Ley de Fondos de Inversión, su reglamento y los respectivos reglamentos internos aprobados por dicha SVS, al igual que los textos tipos de los contratos de suscripción de los aportantes.

Las inversiones que efectúen los fondos de inversión se encontrarán sujetos a prohibiciones y a limitaciones que aseguren una adecuada diversificación.

Entre las prohibiciones figura la imposibilidad de invertir en cuotas de otros fondos de inversión; en acciones de AFM, de AFI, de AFICE o de AFP.

En particular, los fondos de inversión inmobiliarios al cabo de dos años deberán tener al menos un 50% de sus activos en bienes raíces y mutuos hipotecarios.

El tratamiento tributario será el mismo que estipula la Ley sobre Impuesto a la Renta para las acciones de sociedades anónimas abiertas.

Algunas de las limitaciones establecidas dicen relación con los porcentajes máximos del activo total de un fondo a ser mantenido en los distintos instrumentos

o valores emitidos o garantizados por una misma entidad o por un mismo grupo empresarial, siendo estos de un 10% y un 25%, respectivamente. No obstante, tratándose de instrumentos del mismo grupo empresarial al que pertenece el AFI, dicho porcentaje no deberá exceder del 10%.

Transcurrido un año de operaciones, el fondo deberá acreditar un patrimonio mínimo de UF 10.000 y cumplir ciertos requisitos de desconcentración de propiedad, entre los que cabría mencionar el que nadie podrá poseer un 20% o más del patrimonio del fondo.

C.- SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS

La creación de los fondos de inversión abrirá una nueva alternativa de inversiones para los inversionistas institucionales tales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos y las de cualquier otro inversionista en proyectos de mediano y largo plazo.

Todavía no está listo el reglamento operativo que permita implementar esta iniciativa, aunque se esperan resultados en breve. Además, por ejemplo, también se debería modificar el DL 3500, con el objeto de permitir a las AFP que inviertan en dichos fondos.

En este sentido, el proyecto contempla autorizar a las AFP invertir en fondos de inversión, mobiliarios e inmobiliarios, hasta un 10% de los fondos que administran. En cambio, dadas las características especiales que presentan los fondos de capital de riesgo, la inversión en cuotas de esos fondos no podrá sobrepasar el 5% de los fondos de pensiones.

En lo que se refiere a límites por emisor, el proyecto de ley establece que no se podrá invertir más que la cantidad menor entre el 10% del total de cuotas suscritas de un fondo de inversión y el 5% del valor del fondo de pensiones respectivo.

Los fondos de inversión vienen a satisfacer una doble necesidad del mercado de capitales. Por una parte, satisfacen una necesidad de inversión, al presentar una alternativa con plazos más largos que los que actualmente existen y, al mismo tiempo, proporcionará una adecuada diversificación de los recursos de los inversionistas.

Se logra así, acceso a un sinnúmero de sociedades e instrumentos que no cumplen con los requisitos establecidos, por ejemplo, en el DL 3500 o aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgos y, por lo tanto, nunca podrán ser objeto de inversión directa por parte de las AFP. El abanico de posibilidades que se abre es prácticamente ilimitado: acciones de sociedades anónimas cerradas, efectos de comercio, opciones, participaciones, etc.

Por otra parte, satisfacer una necesidad de financiamiento, particularmente en tópicos poco tradicionales como son los proyectos empresariales e inmobiliarios.

Se espera así, que estos nuevos fondos y sus AFI se conviertan en una suerte de instituciones minoristas para el acceso al financiamiento con inversionistas institucionales de un importante sector de la economía que actualmente lo tiene vedado por su reducido tamaño o poca importancia individual. Es decir, se pretende que estas entidades introduzcan una especie de economías de escala y especialización en el análisis de evaluación de inversiones de estos agentes, que actualmente solo tienen acceso al mercado bancario para financiarse.

Dada la reciente dictación de la ley, todavía no existen AFI ni fondos de inversión. No obstante, se presume que en el corto plazo estos estarán operando. Ya se sabe que Citicorp está muy adelantado en las gestiones para formar una AFI, posiblemente para administrar fondos de inversión de tipo mobiliario. Al parecer, también existiría interés por parte de Banchile, Banco de Santiago, a través de agentes de valores, y del Banco de Santander, a través de una AFM. Metropolitana vive aun en campamentos.

Por otra parte, las familias allegadas y las familias principales que viven en casas que requieren ser reemplazadas por nuevas, sumaban 366.000 en 1987, de las cuales las familias allegadas representaban cerca del 40%.

De un total de 2.509.977 viviendas particulares permanentes existentes en 1982, según el censo de población y vivienda de ese año, 124.202 fueron clasificadas como "malas". También se registraron 244.367 viviendas de tipo semipermanentes. Es decir, es necesario reemplazar 368.569 viviendas y construir otras 148.540 para atender a los hogares allegados que comparten una misma casa.

Al restar a las cifras señaladas las viviendas desocupadas susceptibles de habitar, se llega a un déficit habitacional de 478.392 viviendas. Esto significa que en 1982 el problema afectaba al 19,1% del total de hogares.

LOS CORREDORES DE SEGUROS

A.- INTRODUCCION

El rol de los intermediarios es vital para el funcionamiento del mercado de seguros, ya que estos son el más importante canal para la venta de seguros. La Circular 570 de 1985 de la SVS, plantea las normas de intermediación de seguros aplicables a todo el mercado asegurador.

En ella se indica que los contratos de seguros solo podrán ser pactados por el tomador de la póliza directamente con la entidad aseguradora, o bien, a través de corredores de seguros registrados en la SVS. Todos los contratos intermediados

por personas no registradas en la SVS, se entenderán pactados directamente con la entidad aseguradora.

Son corredores de seguros las personas naturales o jurídicas que, registradas como tales en la SVS, están habilitadas para actuar como intermediarios independientes en la contratación de pólizas de seguros con cualquier entidad aseguradora.

Así, los corredores de seguros pueden ser agentes exclusivos para una compañía, empleados de la misma o agentes independientes actuando para un conjunto de compañías.

B.- REGLAMENTACION

Todos los corredores para estar inscritos en el Registro de Corredores de Seguros deberán cumplir, entre otros, con los siguientes requisitos, a satisfacción de la SVS:

- ? No ser agentes de valores o corredores de bolsa de valores.
- ? No ser director, gerente, apoderado, representante o empleado de instituciones financieras, bancarias, de ahorros y préstamos, de AFP o de una entidad aseguradora o reaseguradora.

Dictada la resolución aprobatoria de la SVS, el corredor de seguros quedará habilitado para intermediar seguros del primer y segundo grupo.

Los corredores de seguros deberán acreditar la contratación de una póliza de seguros, como mínimo por el equivalente a 500 UF, y a lo menos el 30% de las primas netas de los contratos de seguros que hubiere intermediado el corredor el año calendario anterior, debidamente actualizadas, con un máximo de 60.000 UF.

Son obligaciones de los corredores de seguros:

- ? Ofrecer las coberturas más convenientes a las necesidades e intereses de las personas que deseen asegurarse por su intermedio.
- ? Ilustrarlas sobre las condiciones del contrato, sobre el seguro y, en general, de toda la información necesaria para ilustrar mejor su decisión.
- ? Verificar la existencia de los bienes asegurables y otorgar a la entidad aseguradora toda la información que posea del riesgo propuesto, que le permita a esta formarse un cabal conocimiento del mismo.
- ? Asistir al asegurado durante toda la vigencia del contrato, en las modificaciones que eventualmente correspondan y al momento de producirse un siniestro.
- ? Mantener a disposición del público una nómina de las entidades aseguradoras con que operan.

- ? Responder por la identidad y verificar la capacidad de las personas que contraten por su intermedio.
- ? Firmar toda propuesta o cotización y hacerse responsable por ella. La falta de la firma del intermediario hará que el seguro contratado sea considerado como producción directa de la entidad aseguradora.
- ? Mantener la póliza del asegurado dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha en que la entidad aseguradora se la hizo llegar, y constatar que no exista ningún cambio en lo pactado.

Son prohibiciones de los corredores de seguros:

- ? Asumir frente al asegurado otras obligaciones o responsabilidades por el contrato que intermedien, fuera de las señaladas en el presente reglamento.
- ? Modificar la póliza que intermedie, sin autorización escrita del asegurado.
- ? Recibir el pago de las primas de cualquier contrato de seguros, salvo que tenga poder otorgado por la entidad aseguradora para tales efectos, y
- ? Interferir en la actuación profesional de otros factores de comercio de seguros y, en particular de liquidadores de siniestros, comisarios de averías y peritos.

Los corredores de seguros deberán llevar un registro en que conste cada operación en que intervengan. Los corredores de seguros deberán presentar a la SVS, antes del 31 de marzo de cada año, un resumen de las primas intermediadas el año calendario anterior.

C.- SITUACION ACTUAL

Uno de los problemas más complejos que deben enfrentar los corredores de seguros es la eventual lealtad que deben en el momento de la negociación.

Mientras debieran estar en posición de proveer consejo a sus clientes en relación a los relativos meritos de las diferentes compañías cuyas pólizas ellos ofrecen, sus intereses y comisiones residen, en general, con la compañía de seguros que representan.

Así, la imparcialidad de los corredores de seguros hacia el consumidor no siempre puede estar garantizada, a pesar de que se supone que el primero debe actuar en favor de este último.

Un problema particular es el monto de la comisión que obtiene el corredor y el conocimiento y aceptación que debe tener de esta el cliente. De hecho, en 1988 la Corte Suprema rechazó el recurso interpuesto por los corredores de seguros relativo a dejar sin efecto la instrucción de incorporar en las pólizas de seguros, en carácter informativo, el total de la comisión de intermediación del corredor respectivo.

La Corte Suprema destaca en su fallo que las exigencias formulados por la SVS en su circular 757 de 1987, tiende a proporcionar al asegurado el debido conocimiento de las distintas coberturas que incluye el seguro; la prima total cobrada, que debe desglosarse entre las distintas coberturas del seguro y el IVA que las afecta; los límites de responsabilidad de las diferentes coberturas del seguro y sus deducibles; y, el total de la comisión de intermediación del corredor de seguros, antecedentes todos que son de utilidad para el asegurado.

Otro problema con la intermediación es que la mayoría de las veces su comisión es pagada en los primeros años de la póliza. Esto lleva al corredor de seguros ha hacer nuevas ventas mas que a renegociar las pólizas existentes. Más aun, ellos son alentados a vender pólizas de seguros de vida con componente de ahorro, en vez de pólizas simples de seguros, debido a que las primeras implican más altas comisiones.

En cuanto a la situación del mercado, se presenta en este una gran competencia caracterizándose por un alto número de participantes, ninguno de los cuales alcanza una participación superior al 5%.

De hecho, dada la cantidad de sociedades existentes, la SVS entrega información solo de aquellas que sobrepasan los \$15 millones de intermediación de seguros durante 1988 o 1987.

En cuanto a las personas naturales, la SVS solo entrega información de aquellas que sobrepasaron los \$10 millones en intermediación de seguros en dichos años. A pesar de esto, hay listados de más de 2000 corredores de seguros de este tipo.

Los corredores de seguros, personas jurídicas, que sobrepasaron los \$1000 millones son: Andueza y Cía (4570 en 1988 y 3066 en 1987); Edmundo Claro y Cía (3883 y 2877 respectivamente); Avance Ltda. (1926 y 1516); Claro, Marsh McLennan S.A. (1732 y 1140); y, Johnson & Higgins (1086 y 682).

Los corredores de seguros, personas naturales, que sobrepasaron los \$100 millones son: Elisa Pinto (283 en 1988 y 207 en 1987); Alberto Sánchez (219 y 84); y, Oscar Harder (108 y 79).

D.- PERSPECTIVAS

La situación futura de los corredores de seguros esta relacionada claramente con la evolución que presente en los próximos años el mercado de seguros en Chile. Dicho mercado, en la medida que mantenga su legislación y su entorno crezca con el dinamismo con que lo ha hecho en los últimos años, presentará buenas perspectivas.

Sin embargo, es necesario también mencionar que por el hecho de ser este un mercado abierto al ingreso de nuevos participantes, a la vez que no existen

mayores requerimientos de capital ni capacidades específicas, como tampoco mayores barreras de entrada, los corredores de seguros deberán enfrentar un escenario de negocios cada vez mas competitivo, en el que sobrevivirán solo los mas eficientes, pues la rentabilidad seguramente disminuirá al ingresar continuamente nuevos competidores a él.

LAS SOCIEDADES FINANCIERAS

A.- INTRODUCCION

El sistema de SF, al igual que el sistema financiero en general, vivió una crisis grave a comienzos de esta década. Crisis que, sin embargo, para las sociedades financieras continuó hasta 1986 cuando, en el mes de febrero, la autoridad económica intervino y liquidó dos nuevas entidades, Davens y Mediterráneo.

Posteriormente, se autorizó la compra de la financiera Corfinsa, por parte del Banco Sudamericano.

Hay que recordar que anteriormente, el 15 de marzo de 1983, se había autorizado la creación del Banco del Desarrollo mediante la fusión del Banco Empresarial con las financieras Fintesa y Latinoamericana del Desarrollo.

Así, de las nueve sociedades financieras existentes en 1982, actualmente solo existen cuatro. Ellas son la financiera Atlas, Condell, Comercial y Fusa.

A pesar de lo anterior, los problemas todavía no se acaban totalmente. De estas cuatro sociedades financieras, Comercial mantiene contrato de venta de cartera con el Banco Central, lo que significa que debe destinar la totalidad de sus ingresos netos en recomprar tal cartera vencida. Fusa, que también lo debía hacer recompró a fines de 1988 la totalidad de su cartera vencida.

B.- REGLAMENTACION

Las SF, que solo podrán constituirse como sociedades anónimas, son entidades cuyo único y específico objeto social es actuar como agentes intermediarios de fondos y realizar las operaciones que les autoriza el Título XIV de la Ley de Bancos.

Las SF se regirán por las disposiciones de la Ley General de bancos, por las del Código de Comercio y los preceptos del Reglamento de Sociedades Anónimas que sean aplicables a los bancos.

Todas las referencias a los bancos, empresas bancarias o bancos comerciales que se hacen en dicha ley se entenderán hechas también a las SF, siempre que sean aplicables a estas.

Las SF deberán tener un capital pagado y reservas no inferiores al equivalente de 200.000 UF.

Las SF podrán efectuar especialmente las siguientes operaciones:

- ? Recibir depósitos, salvo en cuenta corriente bancaria. Las captaciones podrán documentarse mediante la aceptación de letras de cambio o la suscripción de pagarés o contratos de mutuo.
- ? Emitir bonos o debentures en conformidad a la ley respectiva, sin garantía.
- ? Efectuar las operaciones de intermediación de documentos permitidos por el Consejo Monetario.

Las SF quedarán sujetas a las siguientes prohibiciones:

- ? Efectuar cualquier operación en moneda extranjera o expresada en moneda extranjera que no estuviese autorizada por el Banco Central. En ningún caso podrán efectuar operaciones de comercio exterior, y
- ? Pactar o mantener cuentas corrientes mercantiles, cuentas simples, de gestión o en participación o actuar como mandatarios a nombre propio.

El total de compromisos para con terceros de las SF no podrá exceder de 15 veces su capital pagado y reservas. La infracción a este precepto será castigada con multa del uno por mil del exceso por cada día en que lo mantenga.

C.- SITUACION ACTUAL

Por las características propias de su definición legal de negocios, el mayor porcentaje de los ingresos de las sociedades financieras son obtenidos por medio del otorgamiento de préstamos de consumo.

En este sentido, las sociedades financieras deben enfrentarse a los bancos, que compiten mediante su banca de personas, brindando a los clientes servicios mucho más amplios, como son las cuentas corrientes y tarjetas de crédito, por ejemplo, a pesar de la nueva iniciativa de Atlas. También deben enfrentar la competencia de las firmas comerciales que otorgan créditos de consumo en volúmenes significativos, equivalentes estos al 50% de lo que hace la banca en el sector de personas.

Si se quiere comparar el crédito comercial con el crédito financiero, lo primero que debe mencionarse es que aunque el crédito comercial resulta más caro que el financiero, es por lo general más accesible a cualquier persona.

Cuando una casa comercial otorga un préstamo, ella paga el costo del producto al fabricante a través de un crédito financiero. De esta manera, traspasa la tasa de

interés del sistema financiero a sus clientes, y cobra algo más de acuerdo al riesgo que asume en el caso de que el cliente no cumpla al compromiso contraído.

Prácticamente todas las casas comerciales otorgan crédito a sus clientes, y tanto el plazo como la tasa de interés tienen que ver, en la mayoría de los casos, con el monto de la compra. Además, generalmente las casas comerciales ofrecen crédito en cuotas fijas en el cual no es necesario dar un pie.

Existen diferencias significativas en cuanto al costo de un crédito entre las casas comerciales, lo que aparentemente se debe a las diferentes disponibilidades de crédito que tienen cada una de estas firmas y, en general, al más bajo costo de capital de cada una de ellas.

Es claro que las grandes casas comerciales, por sus volúmenes de venta y por los capitales involucrados en sus operaciones, pueden cobrar intereses más bajos en los créditos otorgados.

Si se analiza la evolución de las tasas de interés cobradas por las casas comerciales en el último tiempo, se puede apreciar que estas han aumentado menos de lo que lo han hecho las tasas de interés del sistema financiero. Para los analistas, la situación se explicaría por la fuerte competencia existente en estos momentos entre las diferentes casas comerciales. Otra razón parece ser que esto estaría indicando que las casas comerciales esperan ganar mucho menos vendiendo un mayor volumen, o que sencillamente están dispuestas a asumir una mayor pérdida.

Específicamente con respecto a los créditos de consumo en las sociedades financieras, los requisitos para el otorgamiento del crédito varían en cada una de las instituciones y, en general, son mucho más exigentes que las casas comerciales.

Cada financiera, y los bancos también, cobran montos distintos al interesado en el préstamo por concepto de gastos, entre los que se incluyen notaría, seguro de desgravámen, impuesto a la ley de timbres, y verificación del domicilio del solicitante y del aval.

Estos valores se agregan al capital solicitado, con lo cual las cuotas mensuales fijas son también diferentes en cada caso.

D.- PERSPECTIVAS

Es necesario recordar que el mercado de colocaciones de las sociedades financieras representaba en diciembre de 1988, el 2,05% del mercado de colocaciones de los bancos, en comparación al 1,74% en 1987; y el de depósitos

y captaciones el 2,14% de los mismos, en comparación al 2,44% en 1987. En consecuencia, el sector tiene mucho campo para crecer.

Tanto es así que, la SBIF informó que prontamente se conocerá la respuesta sobre las tres peticiones de instalar nuevas financieras. También, respecto de la solicitud de financiera Fusa para constituirse en banco comercial.

En cuanto a la petición de instalar nuevas financieras, una de ellas esta vinculada a Derco, representante distribuidor de una marca de vehículos japoneses. Otra esta relacionada a Interamericana, propietaria de una compañía de seguros y de AFP Unión, entre otras cosas. Finalmente esta Fincard, que ya esta en operaciones en la línea de tarjetas de crédito ya que es dueña de Bancard.

ANEXOS

ANALISIS DE LA SITUACION DE LOS BANCOS NACIONALES
(Millones de \$ de diciembre de 1988)

	1988	1986	1983
Colocaciones (C)	2.168.204	1.873.427	1.982.963
Inversiones (I)	1.077.423	1.769.778	646.179
C + I	3.245.627	3.643.206	2.629.142
Pasivo Circulante (PC)	3.463.443	3.959.411	3.068.383
C+I / PC	0,9371	0,9201	0,8568
C / PC	0,6260	0,4732	0,6463
Capital y Reservas (CyR)	230.564	276.617	177.112
C+I / CyR	14,0769	13,1706	14,8445
C / CyR	9,4039	6,7726	11,1961
Ingreso Operacional (IO)	587.181	720.905	496.965
Gas. Op. (GO)	394.728	557.612	446.718
IO - GO	192.453	163.293	50.247
(IO - GO) / C+I	0,0593	0,0448	0,0191
(IO - GO) / C	0,0888	0,0872	0,0253
Gastos de Apoyo (GA)	84.351	73.097	167.679
GA / C+I	0,0260	0,0201	0,0638
GA / C	0,0389	0,0390	0,0846
Utilidad Neta (UN)	2.843	1.433	(85.249)
UN / (IO - GO)	0,0148	0,0088	(1,6966)
UN / C+I	0,0009	0,0004	(0,0324)
UN / C	0,0013	0,0008	(0,0430)
UN / CyR	0,0123	0,0052	(0,4813)

Fuente: SBIF, Información Financiera.

ANALISIS DE LA SITUACION DEL BANCO DEL ESTADO
(Millones de \$ de diciembre de 1988)

	1988	1986	1983
Colocaciones (C)	534.665	531.992	450.325
Inversiones (I)	568.071	740.317	376.296
C + I	1.102.736	1.272.309	826.621
Pasivo Circulante (PC)	1.059.324	1.173.078	787.545
C+I / PC	1,0410	1,0846	1,0496
C / PC	0,5047	0,4535	0,5718
Capital y Reservas (CyR)	65.874	110.011	82.828
C+I / CyR	16,7401	11,5652	9,9800
C / CyR	8,1165	4,8358	5,4369
Ingreso Operacional (IO)	176.966	214.220	164.122
Gas. Op. (GO)	102.211	152.872	98.052
IO - GO	74.755	61.348	66.071
(IO - GO) / C+I	0,0678	0,0482	0,0799
(IO - GO) / C	0,1398	0,1153	0,1467
Gastos de Apoyo (GA)	25.900	23.784	61.499
GA / C+I	0,0235	0,0187	0,0744
GA / C	0,0484	0,0447	0,1366
Utilidad Neta (UN)	9.521	11.267	5.024
UN / (IO - GO)	0,1274	0,1837	0,0760
UN / C+I	0,0086	0,0089	0,0061
UN / C	0,0178	0,0212	0,0112
UN / CyR	0,1445	0,1024	0,0607

Fuente: SBIF, Información Financiera.

ANALISIS DE LA SITUACION DE LOS BANCOS EXTRANJEROS
(Millones de \$ de diciembre de 1988)

	1988	1986	1983
Colocaciones (C)	424.326	367.115	252.646
Inversiones (I)	380.201	360.813	125.406
C + I	804.527	727.929	378.052
Pasivo Circulante (PC)	802.067	742.786	402.289
C+I / PC	1,0031	0,9800	0,9398
C / PC	0,5290	0,4942	0,6280
Capital y Reservas (CyR)	125.261	84.644	51.579
C+I / CyR	6,4228	8,5999	7,3296
C / CyR	3,3875	4,3372	4,8982
Ingreso Operacional (IO)	136.405	178.553	93.088
Gas. Op. (GO)	86.873	138.751	62.361
IO - GO	49.532	39.802	30.727
(IO - GO) / C+I	0,0616	0,0547	0,0813
(IO - GO) / C	0,1167	0,1084	0,1216
Gastos de Apoyo (GA)	22.914	20.969	28.569
GA / C+I	0,0285	0,0288	0,0756
GA / C	0,0540	0,0571	0,1131
Utilidad Neta (UN)	9.135	5.080	2.705
UN / (IO - GO)	0,1844	0,1276	0,0880
UN / C+I	0,0114	0,0070	0,0072
UN / C	0,0215	0,0138	0,0107
UN / CyR	0,0729	0,0600	0,0525

Fuente: SBIF, Información Financiera.

ANALISIS DE LA SITUACION DE LAS SOCIEDADES FINANCIERAS
(Millones de \$ de diciembre de 1988)

	1988	1986	1983
Colocaciones (C)	58.269	46.610	46.223
Inversiones (I)	12.156	13.855	13.647
C + I	70.425	60.466	59.870
Pasivo Circulante (PC)	70.738	62.347	62.363
C+I / PC	0,9956	0,9698	0,9600
C / PC	0,8237	0,7476	0,7412
Capital y Reservas (CyR)	5.459	4.503	7.529
C+I / CyR	12,9007	13,4292	7,9516
C / CyR	10,6739	10,3520	6,1390
Ingreso Operacional (IO)	20.572	17.928	21.067
Gas. Op. (GO)	10.051	11.203	15.393
IO - GO	10.521	6.725	5.673
(IO - GO) / C+I	0,1494	0,1112	0,0948
(IO - GO) / C	0,1806	0,1443	0,1227
Gastos de Apoyo (GA)	5.626	3.989	5.986
GA / C+I	0,0799	0,0660	0,1000
GA / C	0,0966	0,0856	0,1295
Utilidad Neta (UN)	2.145	979	172
UN / (IO - GO)	0,2039	0,1455	0,0304
UN / C+I	0,0305	0,0162	0,0029
UN / C	0,0368	0,0210	0,0037
UN / CyR	0,3929	0,2173	0,0229

Fuente: SBIF, Información Financiera.

ANALISIS DE LA SITUACION DEL SISTEMA FINANCIERO
(Millones de \$ de diciembre de 1988)

	1988	1986	1983
Colocaciones (C)	3.185.464	2.819.145	2.732.157
Inversiones (I)	2.037.851	2.884.764	1.161.528
C + I	5.223.315	5.703.909	3.893.685
Pasivo Circulante (PC)	5.395.572	5.937.622	4.320.580
C+I / PC	0,9681	0,9606	0,9012
C / PC	0,5904	0,4748	0,6324
Capital y Reservas (CyR)	427.158	475.775	319.049
C+I / CyR	12,2281	11,9887	12,2040
C / CyR	7,4573	5,9254	8,5634
Ingreso Operacional (IO)	921.124	1.131.606	775.242
Gas. Op. (GO)	593.863	860.438	622.524
IO - GO	327.261	271.169	152.718
(IO - GO) / C+I	0,0627	0,0475	0,0392
(IO - GO) / C	0,1027	0,0962	0,0559
Gastos de Apoyo (GA)	138.791	121.840	263.733
GA / C+I	0,0266	0,0214	0,0677
GA / C	0,0436	0,0432	0,0965
Utilidad Neta (UN)	23.644	18.759	(77.347)
UN / (IO - GO)	0,0722	0,0692	(0,5065)
UN / C+I	0,0045	0,0033	(0,0199)
UN / C	0,0074	0,0067	(0,0283)
UN / CyR	0,0554	0,0394	(0,2424)

Fuente: SBIF, Información Financiera.