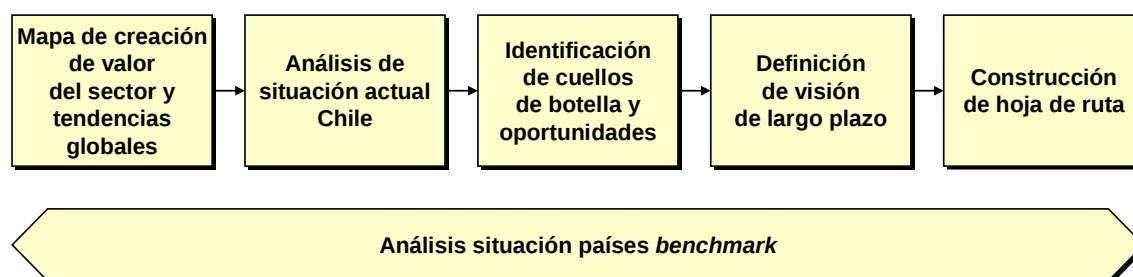


**Estudios de Competitividad en Clusters de la Economía Chilena**  
**Informe de avance N° 5: Resumen ejecutivo de Servicios Financieros**  
**5 de Septiembre de 2007**

El objetivo de este documento es resumir los resultados del Estudio sectorial para servicios financieros, como parte del proyecto: “Estudios de Competitividad en Clusters de la Economía Chilena” del Consejo Nacional de Innovación para la Competitividad.

Este estudio, desarrollado por el equipo de BCG, es uno de los capítulos de la Ola 3 del proyecto, la cual tiene como foco el análisis de sectores específicos de la economía chilena y la elaboración de una serie de recomendaciones para acelerar su crecimiento.

## **LA METODOLOGÍA DE ANÁLISIS INCLUYÓ SEIS ACTIVIDADES**



En los distintos pasos del estudio, se utilizaron numerosos inputs, a saber:

- Entrevistas con actores del sector (tanto público como privado y académico) y expertos a nivel mundial
- Publicaciones especializadas y prensa
- *Benchmarking* con otros países
- Interacción con contraparte

Este documento es complementado por el documento de referencia, adjunto a este informe, que incluye los análisis que apoyan los resultados abajo descritos.

### **Antecedentes para el análisis del sector: definiciones y lógica de inclusión en Estudio**

El sector financiero es por definición el “lugar” en el cual interactúan personas, empresas y sector público con el objeto de realizar actividades crediticias, bursátiles, de seguros e inversión.

Este sector ha evolucionado significativamente, cobrando cada día más importancia, tanto por su tamaño en la economía, como por el hecho de constituir una plataforma indispensable para el funcionamiento y desarrollo de otros sectores. Asimismo, en ciertos países servicios financieros se ha transformado en un sector exportable. Este último caso se da cuando se prestan servicios en un país para no residentes del mismo (por ejemplo asesoramiento financiero para inversiones).

# SERVICIOS FINANCIEROS ESTÁ COMPUESTO POR SEGMENTOS CON CARACTERÍSTICAS MUY DIFERENTES

## Segmentación típica del sector

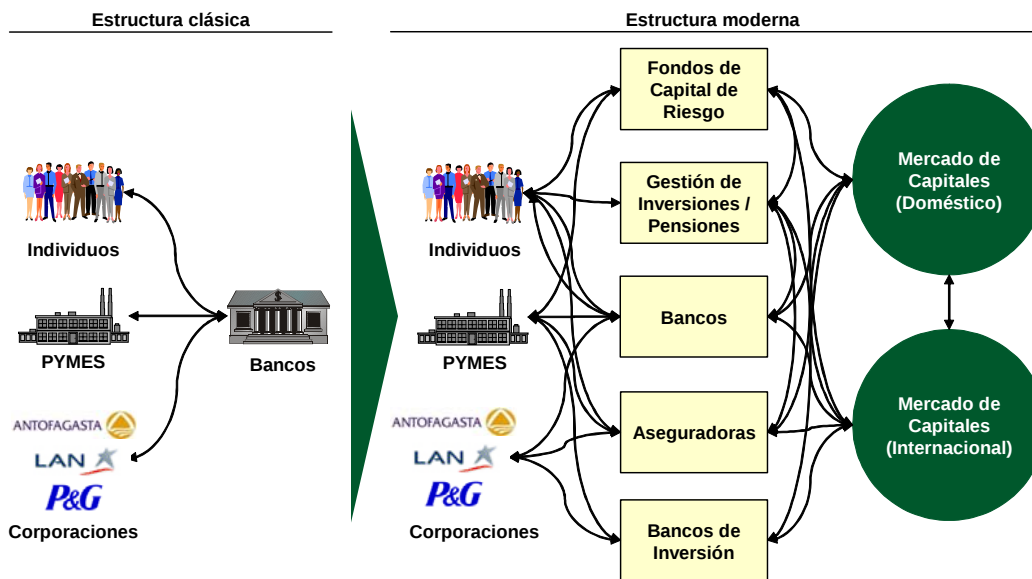
|                            | Banca Personas                                                                                                     | Banca Privada                                                                     | Banca Corporativa                                                                 | Mercado de Valores / Banca de Inversión                                           | Fondos de Capital de Riesgo y Semilla                                              | Gestión de Inversiones / Pensiones                                                  | Seguros                                                                             |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Cientes</b>             | Individuos<br>Independientes/<br>microempresas/<br>pequeñas                                                        | Individuos con patrimonios superior a los US\$500 mil                             | Medianas empresas<br><br>Corporaciones locales<br><br>Multinacionales             | Corporaciones locales<br><br>Multinacionales<br><br>Institucionales               | Institucionales<br><br>Individuos con patrimonios superior a los US\$500 mil       | Todos                                                                               | Individuos<br><br>Corporaciones locales<br><br>Multinacionales                      |
| <b>Productos típicos</b>   | Cuenta corriente<br>Cuenta de ahorro<br>Depósitos a plazo<br>Tarjetas de crédito<br>Hipotecas<br>Líneas de crédito | Corretaje<br>Fideicomisos<br>Asesoría<br>Tax Planning<br>Estate Planning          | Préstamos<br>Tesorería<br>Cartas de crédito<br>Factoring<br>Leasing               | Fusiones<br>Adquisiciones<br>Emisiones<br>Derivados<br>Restructurings             | Fondos semilla<br>Venture Capital<br>Private Equity                                | Fondos mutuos<br>AFPs<br>APVs                                                       | Vida<br>Automóvil<br>Salud<br>Vivienda<br>Reinsurance                               |
| <b>Ejemplos de actores</b> |                                   |  |  |  |  |  |  |

Fuente: análisis BCG

Para entender la industria financiera en Chile, hay que tener en cuenta factores externos e internos, tales como la globalización de negocios, avances tecnológicos y cambios regulatorios, que han llevado a que este sector haya incrementado su complejidad e integración con el mundo.

## LA INDUSTRIA FINANCIERA EN CHILE Y EL MUNDO HA MULTIPLICADO EL NUMERO DE ACTORES Y GANADO COMPLEJIDAD

### Visión conceptual del sector



El estudio se realizó haciendo un diagnóstico preliminar del sector, cubriendo las áreas y actores que componen los servicios financieros.

Del diagnóstico surgieron cuatro áreas de foco (detalle del diagnóstico puede encontrarse posteriormente en este escrito y en el documento de referencia entre la láminas 15 y 71).

| Bloque               | Áreas cubiertas                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bancarización        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Penetración de productos bancarios de ahorro y crédito.</li> <li>• Formalidad de la economía y acceso al crédito de personas y empresas.</li> <li>• Calidad del riesgo de crédito en Chile.</li> <li>• Cobertura e incentivos para uso de medios de pago.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Banca Privada        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dimensionamiento y atractivo del mercado interno.</li> <li>• Oportunidad de captar fondos <i>offshore</i>.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Mercado de Capitales | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Análisis de estructura y profundidad del mercado (renta fija, acciones, derivados)</li> <li>• Presencia, estructura y competitividad de los distintos actores que constituyen demanda y oferta de productos (AFPs, compañías de seguro, fondos mutuos, fondos de inversión, empresas entre otros )</li> <li>• Integración del mercado local e internacional.</li> <li>• Impacto de estructura y prácticas de gobierno corporativo.</li> <li>• Trabas legales e impositivas imperantes en el mercado de valores.</li> </ul> |
| Capital Humano       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Comparación de calificaciones internacionales con otros países.</li> <li>• <i>Expertise</i> de actores del sector financiero.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

## Resumen de resultados del Estudio

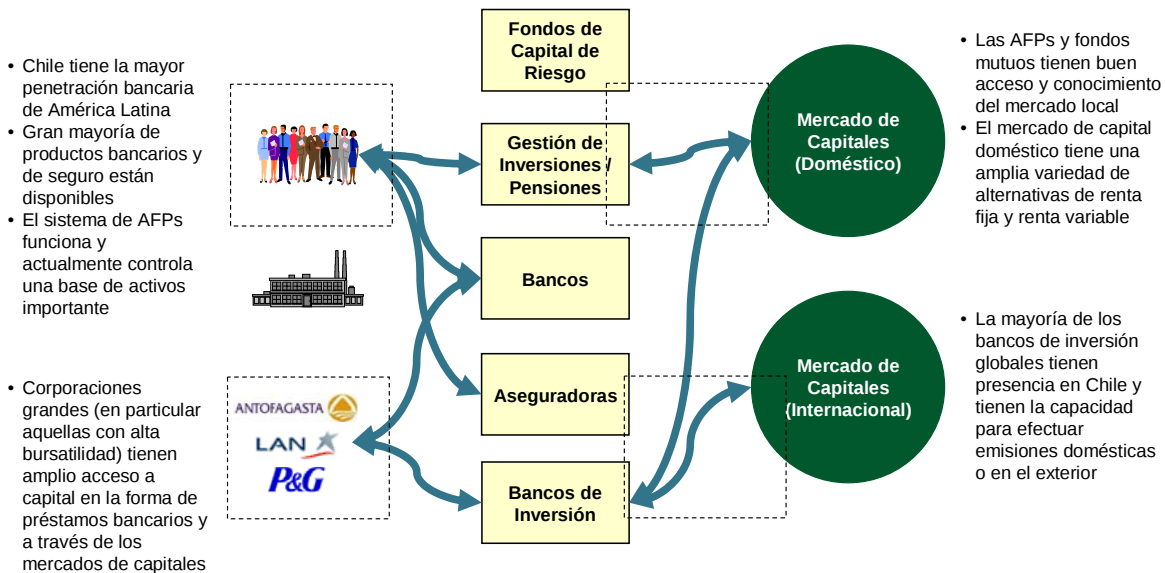
El sector financiero en Chile presenta un alto desarrollo en comparación con otros países de Latinoamérica. En muchos aspectos es un ejemplo, y ello se refleja en el alto interés que genera entre inversionistas internacionales.

- Sin embargo, es importante considerar que es un mercado pequeño en relación a otros países emergentes; dentro de la región está por detrás de Brasil y México en términos absolutos.

La coyuntura temporal, marcada por un período de alto crecimiento económico, estabilidad y alto desarrollo del sistema financiero en Chile, le entregan la oportunidad al país de potenciar este sector.

Al analizar detenidamente el sector, se observa que operan con alta eficiencia una serie importante de segmentos, pero que también existen brechas y desconexiones críticas que inhiben un crecimiento más dinámico.

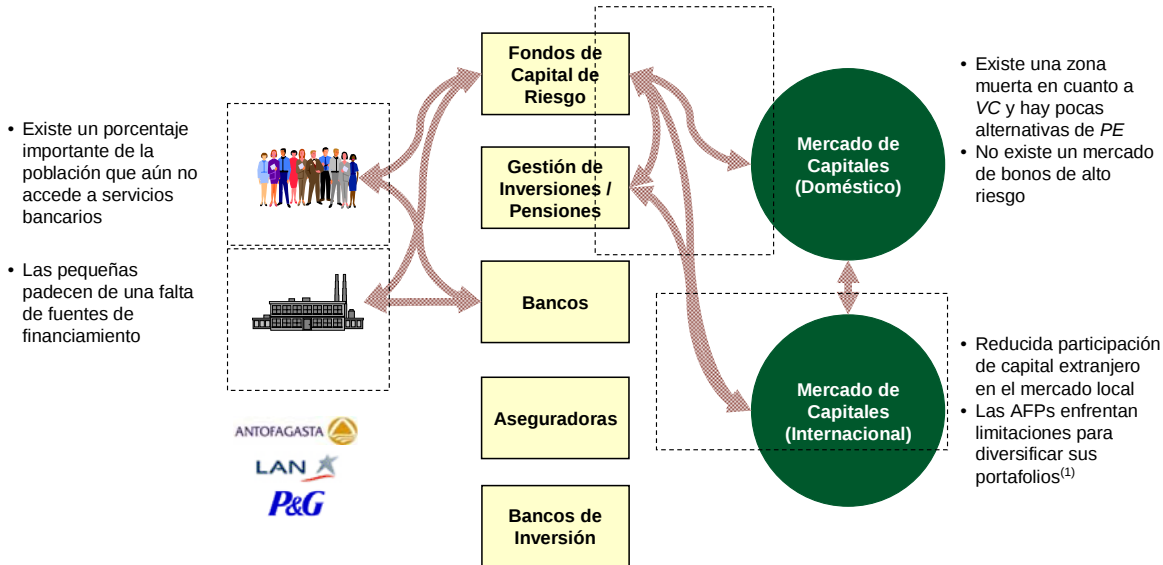
### EN CHILE EXISTEN ÁREAS EN EL SECTOR FINANCIERO QUE OPERAN CON ALTA EFICIENCIA Visión Simplificada



Fuente: análisis BCG

## SIN EMBARGO EXISTEN BRECHAS Y DESCONEXIONES QUE INHIBEN UN MAYOR CRECIMIENTO DEL SECTOR

Visión Simplificada



(1) La nueva norma aprobada por la Cámara de Diputados amplía el rango dentro del cual el Banco Central puede fijar el límite de inversión en el extranjero para los recursos de los fondos de pensiones, desde el actual de 20 a 30 por ciento del valor de los fondos manejados, a uno que va de un 30 a 45 por ciento.  
Fuente: análisis BCG

Combinando estos elementos y analizando en detalle el sector se extraen conclusiones para enfocar las oportunidades de mejora:

- Existe la posibilidad de mejorar la bancarización a través del aumento en la utilización y cobertura de medios de pago y racionalización de mecanismos de *pricing*. Asimismo, se puede mejorar la oferta de créditos a través de mayor y mejor información crediticia.
- El mercado de capitales debe profundizarse a través de distintos mecanismos:
  - Fomento a la inversión en empresas e instrumentos más riesgosos, lo que tendrá el doble efecto de expandir la frontera de inversión de inversionistas institucionales chilenos y de proveer financiamiento a segmentos de empresas que hoy no lo obtienen (por ej. aquellas con emisiones tipo *high yield*)
  - Acceso a financiamiento y apoyo de *venture capital* para empresas emergentes
  - Incremento de la capitalización bursátil a través de mejoras en transparencia e información de gobierno corporativo y por eliminación de trabas impositivas.
- En banca privada no existen oportunidades relevantes, dado el reducido impacto de su desarrollo en la economía (por tamaño y el hecho que los clientes de banca privada ya tienen acceso a estos servicios) y por la limitada oportunidad de transformarlo en un servicio exportable
- En relación a temas transversales:
  - Se requiere solución de trabas tributarias que limitan la inversión en ciertos activos (derivados y renta fija) o que crean distorsiones entre actores o instrumentos en el mercado.
  - Se requiere incentivar y fomentar la sofisticación del sector financiero mediante educación y establecimiento de certificaciones.
- Finalmente, el convertir al mercado financiero en un sector exportable no debe ser el foco, sino debe darse como el resultado de fomentar el mercado local.
  - La factibilidad de convertir al sector financiero en un sector exportable este acotado sólo a algunas áreas (por ej.: derivados de industrias particulares, como minería).

El documento de referencia contiene el detalle de la lógica seguida y una descripción de oportunidades identificadas en cada segmento.

El rol del Estado debe pasar principalmente por simplificar estructuras regulatorias e impositivas que hoy generan distorsiones y/o limitan el desarrollo del sector. Hoy ya existen numerosas iniciativas que apuntan en la misma dirección que las recomendaciones planteadas en el estudio (MKIII, reforma provisional), por lo que – en la visión del estudio – el Estado debe enfocarse en llevar las propuestas a su fase de materialización.

## Creación de valor y tendencias globales

### Tendencias y actores

El mundo se ha visto altamente afectado por cambios y megatendencias globales.

- Cambios al mundo económico, como la globalización, han llevado a la especialización de servicios, a la decisión de buscar escala por un lado o a estrategias de nicho por otro.
- El capital humano ha sido significativamente afectado por cambios demográficos, en el que la planificación para el futuro cobra una especial importancia.
- Los rápidos avances tecnológicos, han favorecido el auge de nuevos actores y han fortalecido la interconexión mundial, pero ponen en relevancia la importancia de la seguridad en las transacciones.

Dentro de este contexto, identificamos megatendencias que están afectando con mayor fuerza el sector de servicios financieros.

- Liquidez y diversificación geográfica del mercado de capitales.
- Inversionistas buscan nuevos vehículos de inversión en nuevas geografías.
- Mercados emergentes crean nuevas bases de clientes.
- Avances tecnológicos permiten nuevos canales de distribución.
- Inversionistas enfocados en seguridad y eliminación de riesgos.

## MEGATENDENCIAS CON MAYOR IMPACTO EN SERVICIOS FINANCIEROS

|                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Liquidez record y diversificación geográfica en mercado de capitales global                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• A fines del 2005, el monto global de activos bajo administración profesional superaba los US\$49 billones<sup>(1)</sup></li> <li>• La distribución de activos se ha expandido y los EEUU ya gerencia menos de la mitad de los fondos globales</li> </ul>                                                                                                                                                                                                            |
| Inversionistas buscan maximizar retornos en nuevas geografías y a través de vehículos de inversión alternativos | <ul style="list-style-type: none"> <li>• IED global ha repuntado a niveles que se aproximan a los experimentados antes de 9/11</li> <li>• Mayor apetito para fondos de capital de riesgo y de semilla</li> <li>• La alta liquidez en mercados desarrollados ha causado que fondos de inversión busquen más activamente oportunidades en mercados emergentes</li> <li>• El uso de derivados financieros también esta en su máximo histórico y la innovación en esta área sigue de manera acelerada</li> </ul> |
| El crecimiento económico en mercados emergentes está creando una nueva base de clientes                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Existe una nueva ola de consumidores en los mercados emergentes, <i>The Next Billion Consumers</i></li> <li>• Partes importantes de las poblaciones llegan a niveles económicos que les permite acceder a productos y servicios financieros más sofisticados</li> <li>• El envejecimiento demográfico en muchos países afecta el tipo de productos y servicios financieros demandados</li> </ul>                                                                    |
| Avances tecnológicos permiten nuevos canales de distribución                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• La disponibilidad y uso de nuevas tecnologías, como cajeros automáticos e Internet, permiten disminuir costos e incrementan la gama de servicios que se pueden ofrecer</li> <li>• Incrementa la rentabilidad en segmentos de clientes antes marginales</li> <li>• Nuevos sistemas para monitorear créditos</li> </ul>                                                                                                                                               |
| Inversionistas buscan incrementar seguridad y eliminar riesgos                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los sistemas financieros globales están incrementado su transparencia</li> <li>• Inversionistas buscan países con ambientes progresivos en cuanto a gobierno corporativo</li> <li>• Es necesario que países tengan sistemas para combatir crímenes de tipo financiero</li> </ul>                                                                                                                                                                                    |

(1) 49 x 10<sup>12</sup>

Fuente: Análisis BCG

## Situación actual de Chile

El sector de servicios financieros en Chile cuenta con:

- Una cartera de crédito de US\$ 130 mil millones en el sistema bancario a junio de 2007.
- US\$ 102 mil millones en activos de AFPs a fines de julio 2007.
- US\$ 26 mil millones en activos de aseguradoras a diciembre de 2006.

Además, el sector financiero en Chile presenta un alto grado de desarrollo y es un ejemplo regional en cuanto a la diversidad y desarrollo de productos y nuevos servicios.

- Reformas han liberalizado el sector.
- Actualmente existen todas las categorías importantes de productos de banca personal y corporativa, seguros y gestión de inversiones.
- En niveles de penetración financiera, Chile es el país más desarrollado de América Latina.

Sin embargo, es importante considerar que en términos de tamaño, el sector financiero es pequeño en el contexto latinoamericano y global.

- Entre los mercados de América Latina, Chile ocupa el tercer lugar en términos absolutos de activos bancarios y bursatilidad (después de Brasil y México).
- Tomando una perspectiva global, Chile es una parte pequeña del mercado global de servicios financieros, por ejemplo:
  - o Menos de 0,2% de los premios aseguradores globales.
  - o Menos de 0,5% de la bursatilidad global.

En términos de oportunidades, el sector financiero hoy puede mejorar su profundidad y la coyuntura para realizarlo se presenta altamente favorable.

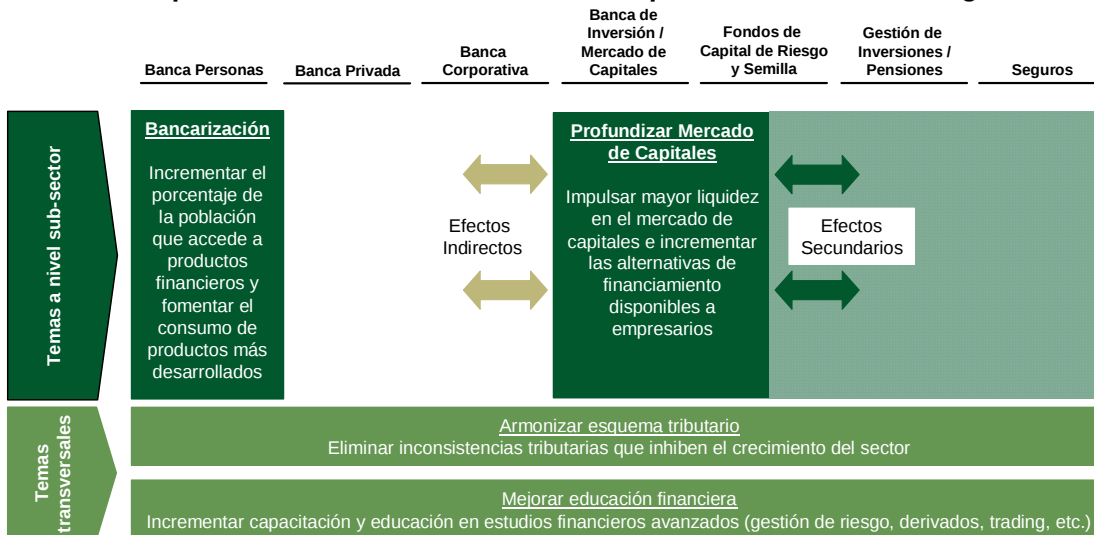
## CHILE ENFRENTA UNA OPORTUNIDAD TEMPORAL PARA POTENCIAR EL SECTOR

| Fortalezas                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Chile pasa por un período de alto crecimiento macroeconómico | <ul style="list-style-type: none"><li>• Con una economía que crece a más de 5% por año y un sólido superávit fiscal, Chile disfruta de una buena situación macroeconómica</li><li>• Chile continuamente es calificado como el mejor país de la región en cuanto a ambiente corporativo</li></ul>                                 |
| Relativa estabilidad regional y liquidez global              | <ul style="list-style-type: none"><li>• A pesar de la inestabilidad política de algunos países, América Latina se ha beneficiado por la fuerte alza en <i>commodities</i></li><li>• La liquidez global esta en niveles record e inversionistas buscan oportunidades rentables en países emergentes</li></ul>                     |
| Chile ya cuenta con un sistema financiero desarrollado       | <ul style="list-style-type: none"><li>• Chile ya dispone de fuertes inversionistas institucionales locales y tiene una importante presencia de bancos extranjeros</li><li>• El sistema cumple con estándares internacionales de finanzas y operación</li></ul>                                                                   |
| Amenazas                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Competencia entre países para ser centro financiero latino   | <ul style="list-style-type: none"><li>• Brasil esta efectuando una fuerte campaña para apalancar la liquidez de su mercado de capitales para ser el centro financiero de América Latina</li><li>• Colombia y Panamá buscan aprovechar su ubicación geográfica para potenciarse como sedes financieras de habla hispana</li></ul> |
| Barreras normativas y tributarias persisten                  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Aunque recientes reformas eliminaron algunas asimetrías que existían, todavía persisten barreras normativas y tributarias que impiden un mayor desarrollo del sector financiero</li></ul>                                                                                                |

Dentro de la segmentación del sector financiero se identificaron y revisaron las distintas características de su composición y se estableció foco en mercado de capitales y bancarización, así como en temas transversales relacionados con trabas impositivas y educación financiera.

## LAS ÁREAS DE FOCO DEL ESTUDIO SON LA BANCARIZACIÓN Y EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

Se complementan con focos transversales que afectan todos los segmentos



A continuación se presentan las principales conclusiones de la revisión de los bloques identificados.

### Bancarización

El desarrollo del sector bancario en Chile ha sido destacado en comparación a otros países Latinoamericanos, sin embargo:

- Aún falta inversión en infraestructura para acercarse a la penetración de países desarrollados.
- Si bien en productos de pasivo existe una alta penetración, otros medios de pago como tarjetas de crédito muestran un rezago.

Chile está un paso atrás que el resto de Latinoamérica en financiamiento a microempresarios.

- Baja penetración y alta concentración en micro-créditos.
- El crecimiento del sector debe ser acompañado de mejoras en normativa y subsidios que permitan aliviar los mayores costos que tiene el dar servicio a este sector, tales como la originación de créditos y el mayor riesgo.

Chile puede mejorar su sistema de información crediticia integrando información positiva de bancos y casas comerciales.

- El fomentar el uso de mayor información positiva tendría una favorable repercusión en la disminución de incobrables y aumento de crédito.
  - Ventajas de mayor información deben balancearse con el impacto que se puede generar en el ámbito competitivo (en el cual las casas comerciales han construido ventajas competitivas invirtiendo tiempo y recursos)

Un mayor detalle acerca de los análisis que derivaron en estas conclusiones puede ser encontrado en el documento de referencia entre las láminas 21 y 36.

### Banca privada

No existe una oportunidad relevante de banca privada

- Bajo impacto de mayor desarrollo en el sector en sí y en externalidades hacia el resto de la economía
- Segmento altamente globalizado: mayor desarrollo de oferta local no implica crecimiento del segmento.
- Ya existe oferta en Chile de jugadores locales e internacionales.
- De todas formas, satisfacción con el mercado local ayuda a mantener más fondos de banca privada en Chile (independientemente de donde esté radicado el banquero). Varios elementos relacionados con esa satisfacción son levantados en el análisis de Mercado de Capitales (por ej. mayor oferta de productos, mejoras a gobiernos corporativos)

Las desventajas relativas con países latinoamericanos son muy importantes.

- A pesar de contar con un alto porcentaje de individuos HNW<sup>1</sup> con respecto a la población, el tamaño relativo en comparación a Brasil y México hace que el monto administrado sea menor.
- Si Chile quiere competir por fondos *offshore*, esto requeriría desarrollar incentivos extremadamente atractivos, que no están dentro de las prioridades para el desarrollo del mercado (y que pueden incluir por ejemplo reducir transparencia de ciertas operaciones).

Un mayor detalle acerca de los análisis que derivaron en estas conclusiones puede ser encontrado en el documento de referencia entre las láminas 37 y 39.

### Mercado de Capitales

Chile necesita dar mayor acceso a diversas fuentes de financiamiento y asesorías a empresarios pequeños y medianos, dado el fuerte impacto que ambos elementos tienen en el desarrollo empresarial

- No hay presencia relevante de capital semilla ni de *venture capital*.

Las restricciones de inversión impuestas sobre actores del mercado de capitales limitan la rentabilidad.

- Inversión en activos como bonos bajo BBB o capital de riesgo contribuirían a mejorar relación riesgo retorno de AFPs y Cías de seguro.
- Fomento al mercado de derivados entregaría mayor protección a precios competitivos

El mercado de capitales se ha desarrollado enormemente, pero aún es pequeño en términos relativos, y presenta trabas a su desarrollo.

- Nuevas regulaciones contribuyen al perfeccionamiento, sin embargo cambios al marco normativo son lentos por ser materia de ley en vez de ser regulación técnica normativa.
- Aún hay trabas en la integración con mercados internacionales (por ejemplo withholding tax, impuestos a renta fija y derivados, etc.)
- Aún persisten inconsistencias tributarias (por ejemplo impuesto de timbre y estampillas)

---

<sup>1</sup> *High Net Worth*, o aquellos con alto patrimonio

El desarrollo del mercado de capitales local puede generar oportunidades en el área “transable”, o sea permitir realizar servicios desde Chile para no residentes. Un ejemplo puede ser la emisión de deuda de empresas regionales en el mercado chileno. Finalmente, los actuales esfuerzos para atraer a sedes regionales de multinacionales se complementan muy bien con el desarrollo de los servicios financieros, a través de los servicios que estas compañías requieren y la mayor posibilidad de realizar operaciones regionales vía el mercado de capitales local.

Un mayor detalle acerca de los análisis que derivaron en estas conclusiones puede ser encontrado en el documento de referencia entre las láminas 40 y 69.

### Educación financiera

La sofisticación de los ejecutivos que participan en el mercado financiero puede ser mejorada sustancialmente.

- Chile tiene baja preparación de acuerdo a estándares internacionales.

Los actores del sector consideran que hay espacio para mejoras en la preparación de ejecutivos en muchas áreas.

- Sin embargo la capacitación y requerimientos de calificación de ejecutivos no deben constituirse en una traba al funcionamiento del mercado.
- Las superintendencias que regulan y vigilan el buen funcionamiento del mercado de capitales y financiero deberán acompañar la sofisticación de productos y actores.

Un mayor detalle acerca de los análisis que derivaron en estas conclusiones puede ser encontrado en el documento de referencia en las láminas 70 y 71.

## Desafíos, oportunidades y visión para el sector

Las oportunidades identificadas se presentan concretamente en:

- Profundización de la bancarización.
- Perfeccionamiento del mercado de capitales.
- Eliminación de distorsiones generadas por estructuras tributarias.
- Mejoras en la calidad del capital humano que participa en el sector de servicios financieros.

### BRECHAS IDENTIFICADAS EN EL DIAGNÓSTICO DEFINEN LÍNEAS DE ACCIÓN PARA SERVICIOS FINANCIEROS

| Brechas identificadas en el diagnóstico                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Línea de acción                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Un porcentaje importante de la población chilena se considera no bancarizada</li><li>• La infraestructura en cuanto accesibilidad de medios de pago es inferior a países desarrollados</li><li>• Todavía existe un nivel importante de informalidad en la economía</li><li>• Micro empresarios se encuentran con limitadas alternativas de financiamiento</li></ul>                                                                                                                                                                             | Bancarización                                |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Falta de claridad sobre el tratamiento contable y tributario de derivados</li><li>• Las PYMES padecen de una falta de fuentes de financiamiento</li><li>• Existe una zona muerta en cuanto a VC y hay pocas alternativas de PE</li><li>• No existe un mercado de bonos de alto riesgo</li><li>• Las AFPs enfrentan limitaciones para diversificar sus portafolios</li><li>• Falta mayor integración del mercado local e internacional</li><li>• Avance en mejoras a gobierno corporativo, si bien importantes, no son aún suficientes</li></ul> | Mercado de capitales                         |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• La estructura actual del impuesto de timbres y estampillas perjudica a deudores, particularmente los que buscan créditos de corto plazo</li><li>• Se excluyen impuestos sobre ganancias de capital sobre acciones de alta bursatilidad, pero no sobre instrumentos de renta fija y derivados</li><li>• Cobro de <i>withholding tax</i> en la renta por intereses para extranjeros crea una ineficiencia a las empresas para buscar financiamiento internacional</li></ul>                                                                       | Esquema tributario                           |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Falta de capacitación y educación en estudios financieros avanzados (gestión de riesgo, derivados, <i>trading</i>, etc.)</li><li>• Chile no tiene exámenes normativos que certifiquen conocimientos básicos de profesionales en el sector</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Educación financiera (formativa y normativa) |

La primera línea de acción – bancarización – se enfoca fomentar el desarrollo y penetración del sector financiero en la población a través de mejoras en información y penetración de medios de pago.

La segunda línea de acción pretende fomentar áreas del mercado de capitales en Chile que no han avanzado con la misma velocidad que el resto, promoviendo principalmente instrumentos que apoyen a empresas en formación y por otra parte instrumentos que den mayores opciones a los actores del mercado de capitales para que mejoren sus rentabilidades, expandiendo la frontera de inversión eficiente.

Finalmente, la tercera y cuarta líneas de acción – esquema tributario y educación financiera – constituyen temas transversales para el perfeccionamiento del funcionamiento del mercado, que permitirán por una parte solucionar distorsiones artificiales creadas por temas impositivos, y por otra darle un nuevo impulso al mercado a través de la sofisticación de los actores del sector.

Cada una de estas líneas de acción tiene una serie de iniciativas asociadas, las cuales apuntan a cerrar las brechas de desarrollo.

## INICIATIVAS IDENTIFICADAS ABORDAN LAS LÍNEAS DE ACCIÓN

| Línea de acción                                           | Iniciativas asociadas                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>B</b><br>Bancarización                                 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Crear sistema universal de calificación de crédito</li> <li>2. Fomentar desarrollo y uso de medios de pago / canales (incluyendo nuevos)</li> <li>3. Modificar TMC (tasa máxima convencional)</li> </ol>                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>MC</b><br>Mercado de capitales                         | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Fomentar la profundidad del mercado de derivados</li> <li>2. Fomentar normas de inversión más progresivas en las AFPs, bancos y aseguradoras</li> <li>3. Incentivar inversiones tipo ángeles y VC</li> <li>4. Aclarar, mejorar y hacer cumplir normativas de gobierno corporativo</li> </ol>                                                                                                                              |
| <b>ET</b><br>Esquema tributario                           | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Modificar impuesto de timbres y estampillas (para evitar discriminación por duración de préstamos y/o armonizar tratamiento impositivo)</li> <li>2. Modificar impuestos sobre intermediarios financieros<sup>(1)</sup></li> <li>3. Armonizar impuestos sobre las ganancias de capital en renta fija y derivados</li> <li>4. Retirar cobro de <i>withholding tax</i> en la renta por intereses para extranjeros</li> </ol> |
| <b>EF</b><br>Educación financiera (formativa y normativa) | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Fomentar la capacitación de profesionales en servicios financieros y exigir el cumplimiento de certificaciones nacionales para profesionales del sector</li> </ol>                                                                                                                                                                                                                                                        |

(1) para propósitos de implementación se propone que esta iniciativa se aborde en conjunto con la modificación del impuesto de timbres y estampilla.

Nota: Las iniciativas en la categoría de "esquema tributario" señalizan casos donde existen distorsiones que benefician a algunos *stakeholders* frente otros. La idea principal es tener un marco tributario que permite un juego nivelado donde las mejores instituciones sale adelante. Todas las decisiones de carga tributaria están a la discreción del Ministerio de Hacienda

El detalle de cada iniciativa, incluyendo su plan de acción asociado está disponible en el documento de referencia del estudio del sector, entre las láminas 81 y 122. Allí mismo se ofrece también información de contexto relevante para cada una de las iniciativas.

Dentro del análisis se evaluó cualitativa y cuantitativamente el impacto de las iniciativas, pero no se profundizó en el cálculo de su impacto final en PIB dada la complejidad derivada de múltiples efectos sobre toda la economía.

## INICIATIVAS IDENTIFICADAS TIENEN FUERTE IMPACTO EN EL DESARROLLO DEL CLUSTER Y EN EL CRECIMIENTO DEL PAÍS

| Impacto de iniciativas                        |                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Mercado de capitales                          | Mejora en rentabilidad y riesgo de AFPs y cías. de seguro vía la optimización de portafolios                                                                                                         |
|                                               | Acceso a financiamiento y apoyo de <i>venture capital</i> para empresas emergentes con alto potencial                                                                                                |
|                                               | Incremento en la capitalización bursátil y liquidez del mercado chileno por mejora en la transparencia e información del gobierno corporativo                                                        |
|                                               | Desarrollo de nuevas opciones para inversionistas y de cobertura para empresas chilenas a través de derivados                                                                                        |
| Bancarización                                 | Incremento de la bancarización mediante aumento en utilización de medios de pago y optimización de mecanismos de <i>pricing</i>                                                                      |
|                                               | Aumento de oferta de crédito para personas y microempresas mediante ampliación de los sistemas de información crediticia                                                                             |
| Transversales<br>Capital humano<br>Tributaria | Aumento de inversión financiera externa en renta fija por armonización tributaria entre residentes y no residentes                                                                                   |
|                                               | Mayor desarrollo del mercado de renta fija y derivados por armonización tributaria con otras clases de activos                                                                                       |
|                                               | Eliminación de distorsiones tributarias que discriminan entre distintos demandantes de crédito (pequeños vs. grandes, corto vs. largo plazo) y perjudican ciertas operaciones de comercio exterior   |
|                                               | Incremento en sofisticación del sector financiero (desarrollo de nuevos productos, optimización de riesgos, capacidad de servir mejor a inversores extranjeros) mediante educación y certificaciones |

Soporte cualitativo y cuantitativo fue desarrollado para las distintas iniciativas, pero se limitó el cálculo de su impacto final en PIB la complejidad derivada de múltiples efectos sobre toda la economía

Junto con promover las actividades ya identificadas, hoy existen proyectos que deben ser impulsados y que van en la misma línea de mejorar el mercado de capitales. A continuación se detallan los principales aspectos de dichos proyectos.

LA LEY DE MERCADO DE CAPITALES II (MKII) LOGRA  
 IMPORTANTES REFORMAS PARA EL SECTOR FINANCIERO

| Área de foco                                   | Resumen de cambios                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Fomento de la industria de capital de riesgo   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Exención tributaria a las ganancias de capital obtenidas en la venta de acciones de sociedades de capital de riesgo</li> <li>Se permite a Corfo participar en sociedades de capital de riesgo (hasta un 40% del patrimonio del fondo)</li> <li>Faculta a los bancos para invertir hasta el 1% de sus activos en capital de riesgo</li> <li>Amplía acceso y alternativas de crédito para PYMES</li> <li>Facilita formación de sociedades más propicias para fondos de capital de riesgo</li> </ul>                                                                                                                                               |
| Aumento de la seguridad del mercado de valores | <ul style="list-style-type: none"> <li>Implementación de nuevos procedimientos para el otorgamiento de licencias de nuevos bancos, AFPs y compañías de seguro de vida</li> <li>Mayores exigencias de custodia de títulos</li> <li>Se fomenta la emisión desmaterializada, reconociendo como originales los documentos recibidos electrónicamente</li> <li>Se exige la idoneidad técnica de corredores de Bolsa</li> <li>Se permite el funcionamiento de compañías de seguros extranjeras</li> </ul>                                                                                                                                                                                    |
| Desarrollo del mercado financiero              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Redefine la reserva técnica y redefine “depósitos a vista”</li> <li>Aumentan las inversiones permitidas a las compañías de seguro y se permite la emisión de pólizas en pesos (nominales)</li> <li>Crea agentes para administrar las garantías otorgadas en operaciones de financiamiento</li> <li>Establece incentivos tributarias para la emisión de bonos securitizados</li> <li>Permite la subordinación de deuda y permite cláusulas de acción colectiva</li> <li>Permite la desmutualización de las bolsas</li> <li>Exime de IVA a las comisiones por APV y otorga beneficios tributarios para la reinversión en fondos mutuos</li> </ul> |

Fuente: Ministerio de Hacienda, La Nación, análisis BCG

# APARTE DE MKII EXISTEN OTROS PROYECTOS QUE ESTÁN CAMBIANDO EL ESQUEMA NORMATIVO DEL SECTOR

## Resumen de cambios implementados/propuestos

|                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Nuevas alternativas de inversión para fondos mutuos (SVS, 12/2006)</p>                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se actualizaron las condiciones y requisitos que deben cumplir las inversiones realizadas por los fondos mutuos en valores emitidas por entidades extranjeras y derivados</li> <li>• Se otorga la autorización para invertir en <i>commodities</i>, notas estructuradas y títulos representativos de índices (accionarios, deuda y <i>commodities</i>)</li> <li>• Se permite la inversión en contratos de derivados cuyo activo subyacente sean <i>commodities</i> y se flexibiliza la inversión en productos derivados sobre índices</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>Plan Chile Invierte (Ministerio de Hacienda, 3/2007)</p>                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>• El Plan anunció una serie de medidas y proyectos de ley orientadas a potenciar el crecimiento de la economía incluyendo una tercera reforma al mercado de capitales</li> <li>• Incluiría un homologación al 4% de las tasas de impuesto a la renta aplicables a todos los institucionales extranjeros oferentes de crédito</li> <li>• Busca perfeccionar la normativa relacionada con los contratos de retrocompra de valores</li> <li>• Promovería la conexión de nuestros mercados con sistemas globales de liquidación y custodio, junto con promover la internacionalización del peso</li> <li>• Enviará al Congreso un proyecto de ley orientado a perfeccionar el marco tributario para las operaciones de derivados en Chile</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <p>Modernización del sistema de compensación y liquidación de valores (Ministerio de Hacienda, 5/2007)</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se presentó una propuesta que plantea la creación de un marco regulatorio que permita el funcionamiento de Cámaras de Compensación y Entidades de Contraparte Central</li> <li>• Se propone incorporar las operaciones de préstamos de valores como un mecanismo para facilitar el proceso de liquidación</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <p>Reforma al Sistema Previsional</p>                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se flexibiliza la estructura de límites de inversiones, manteniendo en la ley sólo una estructura esencial de elegibilidad de instrumentos y límites de inversión, delegando el detalle a normativa. Para estos efectos se crea un Consejo Asesor Técnico de Inversiones (CATI), encargado de determinar los límites efectivos</li> <li>• Se modifica el límite de inversión en el extranjero, incrementándose gradualmente hasta un 80% en 5 años</li> <li>• Se establece la obligación de que las AFPs declaren formalmente sus políticas de inversión y constituyan comités de inversiones en sus directorios</li> <li>• Se incorporan análisis de riesgo basados en parámetros estadísticos y financieros, las que podrían complementar o sustituir la regulación basada en límites.             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Permitirá cuantificar el riesgo que afecta a las carteras de los fondos, comparando la administración de activos entre las AFP</li> </ul> </li> <li>• Se modifican las funciones de la Comisión Clasificadora de Riesgo: límites de títulos de deuda nacionales y extranjeros se regirán de acuerdo a clasificaciones privadas y acciones locales cumplir exigencias de ley sin aprobación previa de la CCR</li> </ul> |

Nota: en la reforma al sistema previsional se incluyeron sólo aquellas reformas que tienen un impacto significativo sobre el mercado de capitales. Se consideró que el resto de las reformas tenían un impacto social o económico privado que primaba  
Fuente: Banco Central de Chile (Informe de Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2007), SAFF, análisis BCG

## Hoja de ruta

Las iniciativas se articulan en una hoja de ruta que consolida tres criterios:

- Ventana de oportunidad: urgencia de cada iniciativa para ser abordada dado el riesgo de sustentabilidad para el sector o de pérdida de captura de valor si se demora la implementación – considerando dependencia entre iniciativas.
- Impacto: efecto de la implementación en el crecimiento del sector, *cluster* y otros sectores, así como la inversión pública requerida para lograr dicha implementación.
- Dificultad de implementación: esfuerzo requerido para realizar la iniciativa.

Los tiempos de implementación dependerán de diversos factores, incluyendo tamaño y calidad de equipos, financiamiento y complejidad de coordinación.

## TRES GRUPOS DE INICIATIVAS EN LA HOJA DE RUTA

### Inmediatas, no inmediatas de mayor impacto y no inmediatas de menor impacto

| Iniciativa                                                                                                                                              | Línea acción | Impacto | Tiempo     | Dificultad |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|---------|------------|------------|
| Fomentar normas de inversión más progresivas en las AFPs, bancos y aseguradoras                                                                         | MC2          | 4,0     | Urgente    | 3,8        |
| Modificar impuesto de timbres y estampillas (para evitar discriminación por duración de préstamos y/o armonizar tratamiento impositivo) <sup>(1)</sup>  | ET1          | 3,4     | Urgente    | 4,1        |
| Incentivar inversiones tipo ángeles y VC                                                                                                                | MC3          | 3,3     | Urgente    | 3,5        |
| Fomentar la capacitación de profesionales en servicios financieros y exigir el cumplimiento de certificaciones nacionales para profesionales del sector | EF1          | 3,2     | Urgente    | 3,0        |
| Aclarar, mejorar y hacer cumplir normativas de gobierno corporativo                                                                                     | MC4          | 3,2     | Urgente    | 3,8        |
| Armonizar impuestos sobre las ganancias de capital en renta fija y derivados                                                                            | ET3          | 2,9     | Urgente    | 3,3        |
| Fomentar la profundidad del mercado de derivados                                                                                                        | MC1          | 2,5     | Urgente    | 2,8        |
| Crear sistema universal de calificación de crédito                                                                                                      | B1           | 3,0     | No urgente | 2,6        |
| Modificar TMC (tasa máxima convencional)                                                                                                                | B3           | 2,8     | No urgente | 2,2        |
| Fomentar desarrollo y uso de medios de pago / canales (incluyendo nuevos)                                                                               | B2           | 2,7     | No urgente | 2,0        |
| Retirar cobro de withholding tax en la renta por intereses para extranjeros                                                                             | ET4          | 2,2     | No urgente | 3,1        |

 Inmediatas

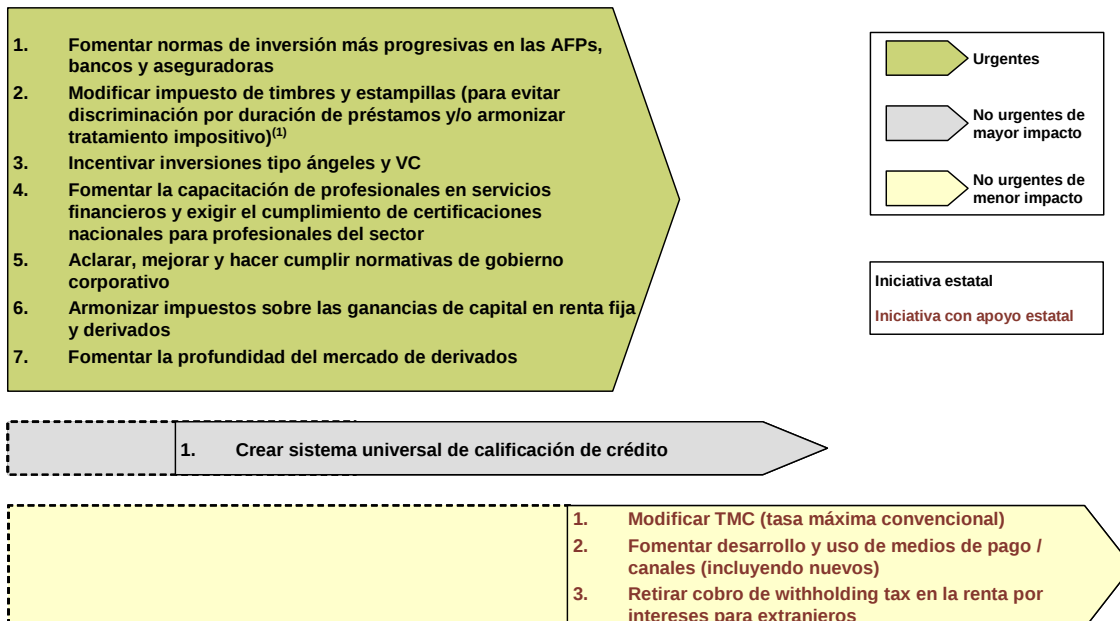
 No inmediatas de mayor impacto

 No inmediatas de menor impacto

(1) Dentro de esta iniciativa se contempla incluir la modificación del IVA a los intermediarios financieros, dada la alta relación que mantienen y su elevado costo

## HOJA DE RUTA DE INICIATIVAS Y FOCO TEMPORAL RELATIVO

### Clasificación de las iniciativas basada en análisis detallado



(1) Dentro de esta iniciativa se contempla incluir la modificación del IVA a los intermediarios financieros, dada la alta relación que mantienen y su elevado costo  
 Nota: clasificación según impacto esperado, dificultad de implementación, ventana de oportunidad para la implementación. Análisis detallado que también incluye el rol del Estado para cada iniciativa está disponible en el documento de referencia

## Rol del Estado en la captura de la oportunidad

Las iniciativas propuestas requieren de un esfuerzo activo del Estado para la modificación o instauración de normativas.

### EL ESTADO TIENE UN ROL IMPORTANTE EN LAS LÍNEAS DE ACCIÓN IDENTIFICADAS

| Línea de acción                              | Rol del Estado según líneas de acción                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bancarización                                | <ul style="list-style-type: none"><li>Generar un sistema universal de calificación de crédito que incluya a todos los actores del sistema financiero</li><li>Fomentar la instalación de redes financieras en áreas que actualmente no tienen cobertura<sup>(1)</sup></li><li>Modificar TMC</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Mercado de capitales                         | <ul style="list-style-type: none"><li>Concentrar todos los trámites de listado en un organismo estatal</li><li>Hacer un <i>fast track</i> para compañías extranjeras que han cumplido con trámites en sus países</li><li>Hacer cambios en normas de gobierno corporativo facilitando el delistado de compañías</li><li>Seguir liberalizando normativa de inversión de las AFPs, bancos y compañías de seguro</li><li>Otorgar incentivos a la inversión tipo <i>ángel</i> y <i>venture capital</i></li><li>Modificar normas, leyes y penalidad para seguir mejorando el estándar de gobierno corporativo (particularmente respecto inversionistas relacionados)</li></ul> |
| Esquema tributario                           | <ul style="list-style-type: none"><li>Modificar impuesto de timbres y estampillas</li><li>Eliminar asimetrías tributarias que favorecen segmentos y desincentivan una mayor especialización financiera</li><li>Eliminar los impuestos sobre la ganancia de capital en renta fija y derivados</li><li>Retirar <i>with-holding tax</i> en la renta para extranjeros</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Educación financiera (formativa y normativa) | <ul style="list-style-type: none"><li>Otorgar créditos tributarios para la capacitación en finanzas (particularmente exámenes de capacitación internacional)</li><li>Exigir el cumplimiento de cursos/exámenes nacionales para profesionales del sector</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

(1) Incentivar al sector privado a desarrollar infraestructura o subsidiar actores que la instalen son posibles alternativas, pero no forman parte de las recomendaciones de este estudio.  
Nota: Las iniciativas en la categoría de "esquema tributario" señalizan casos donde existen distorsiones que benefician a algunos *stakeholders* frente otros. La idea principal es tener un marco tributario que permite un juego nivelado donde las mejores instituciones sale adelante. Todas las decisiones de carga tributaria están a la discreción del Ministerio de Hacienda

La intensidad del apoyo Estatal requerido es detallada en la hoja de ruta presentada más arriba y contenida en la lámina 125 del documento de referencia. Asimismo, el documento de referencia contiene el detalle de la institucionalidad que deberá jugar un rol en cada una de las iniciativas.

A la luz del análisis realizado, la implementación exitosa del portafolio de iniciativas puede llevar al sector financiero a un nivel de desarrollo aún mayor, generando impacto no sólo en el desarrollo del sector, sino también en el desarrollo del resto de la economía.

## **Anexo: glosario**

Bonos de alto riesgo – Conocidos como *high yield bonds* o *junk bonds* tienen una calificación de riesgo crediticio elevado. En base a la escala de la agencia S&P, bonos de alto riesgo se refiere a emisiones con una calificación por debajo de BBB. El mayor riesgo que implica este tipo de bonos se compensa con un mayor rendimiento al inversionista

Derivados – En finanzas, es una clase de instrumentos que se valorizan en base a activos subyacentes (puede ser uno o más). El precio del derivado es afectado por fluctuaciones en el precio del activo subyacente. Los activos subyacentes más comunes incluyen monedas, bonos, commodities, tasas de intereses y acciones. La mayoría de los derivados se caracterizan por un alto apalancamiento

Forwards – Contrato financieros que obligan comprar o vender un activo a un precio y fecha predeterminado

Futuros – Contratos financieros que obligan comprar o vender un activo a un precio y fecha predeterminado. La diferencia con los *forwards* es que a los futuros se les efectúa un constante *mark-to-market* y clásicamente el activo subyacente es un *commodity*

Opciones – Derivados financieros que representan un contrato vendido de una entidad (*option writer*) a otro (*option holder*). El contrato le ofrece al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar (en el caso de un *call*) o vender (en el caso de un *put*) un activo financiero a un precio y fecha predeterminado

Private Equity (PE) – Capital aportado a empresas en la forma una compra accionaria que no es cotizada en bolsa. Los fondos recaudados a través de movimientos de private equity pueden ser usados para financiar nuevos productos o tecnologías, efectuar adquisiciones o expandir capital circulante

Swaps – Intercambio de un activo por otro para cambiar las características del activo. Actualmente, los swaps más comunes se efectúan sobre monedas y tasas de interés

Venture Capital (VC) – Financiamiento para nuevas empresas. En general es capital invertido en PYMES con un alto potencial de crecimiento a largo plazo. Es una fuente importante de financiamiento para empresas que todavía no alcanzan el tamaño necesario para hacer emisiones de acciones o bonos o no tienen el perfil de riesgo adecuado para financiamiento bancario (por ejemplo, por no tener activos pasivos como garantía). Típicamente implica alto riesgo por parte del inversionista, pero tiene el potencial de retornos superiores