



Felipe O'Ryan

Sobre un mueble en su oficina en la Facultad de Economía y Negocios (FEN) de la U. de Chile, Guillermo Larraín tiene una especie de "trofeo" firmado por Merrill Lynch, una de las principales firmas de servicios financieros y de mercado de capitales del mundo. Es una bola de cristal sobre un podio negro, y tiene un monto: US\$500 millones. Es un recuerdo y reconocimiento por la primera colocación de un bono soberano del Gobierno de Chile en el extranjero.

Larraín, siendo en ese entonces coordinador de Política Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, participó en esa colocación. Recuerda un dato rosa: estando en negociaciones con inversionistas para vender ese bono, en Nueva York, llegando al aeropuerto, lo recibió una joven ejecutiva de banca especializada en mercados emergentes: se llamaba Máxima Zorreguieta, y lo esperaba con un cartelito con su nombre.

El tiempo produjo transformaciones difíciles de anticipar. Zorreguieta fue la joven argentina a la que Willem-Alexander, rey de los Países Bajos, pidió matrimonio mientras ambos patinaban sobre hielo. Por eso Larraín nunca olvidó el episodio.

Y el paso de los años también transformó el mercado chileno: aquel bono de 1999 se colocó a una tasa de 6,931% y un "spread" —el premio adicional que los inversionistas le exigían a Chile por sobre un bono del Tesoro de Estados Unidos— de 175 puntos base. En cambio, en enero de este año, Chile emitió un bono con un "spread" de 68 puntos base y una tasa de 4,372%. La demanda llegó a US\$4.500 millones, es decir, había inversionistas dispuestos a comprar más de cinco veces lo que el país estaba ofreciendo.

Chile pasó de tener que recorrer plazas financieras para presentarse y explicar su economía, a ser un emisor capaz de recibir órdenes por miles de millones de dólares en cuestión de horas.

Años de ese episodio, Larraín —profesor asociado de la FEN, expresidente de BancoEstado y exsuperintendente de Valores y Seguros, entre otras cosas— reflexiona hoy sobre una nueva transformación que atraviesa el mercado, una de las más importantes en décadas: la reforma al mercado financiero que presentará el Gobierno, pero también el cambio al sistema de pensiones y otros fenómenos más estructurales. Advierte, eso sí, que habla a título personal y no desde el cargo que ostenta como vicepresidente del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, uno de los entes con los que el Gobierno ha consultado la futura reforma al mercado de capitales.

El foco para la reforma del Gobierno

—¿Cuál es el principal problema que debería resolver una reforma al mercado de capitales?

—Yo creo que no hay una bala de plata que le dé una dinámica muy distinta a la actual. En general, las regulaciones chile-



FOTOGRAFÍA: CLAUDIO CORTÉS V.

Guillermo Larraín:

“La reforma al mercado de capitales debe entender que este es un instrumento, no un fin”

El académico de la U. de Chile analiza la discusión en torno a la reforma al mercado financiero que se espera que Hacienda presente pronto, además de entrar en el debate por el nuevo régimen de inversiones de las AFP.

nas son adecuadas y se comparan bien tanto con América Latina como con el mundo desarrollado. El problema no es encontrar una gran falla sísmica, sino combinar medidas que vayan tapando algunos hoyos. El ecosistema de financiamiento de una empresa, desde que nace hasta que se desarrolla, no es un camino suave. Hay capital de riesgo, fondos apoyados por Corfo, algunos fondos privados y family office. Pero después aparece una especie de valle: empresas que ya son demasiado grandes para ser elegibles para Corfo, pero todavía no están suficientemente desarrolladas para ir al mercado financiero.

—¿Y cómo se financian hoy?

—Por suerte, en Chile la banca funciona muy bien y provee financiamiento a

prácticamente todo el mundo. Pero, por la naturaleza de su negocio, tiene limitaciones. Los bancos financian actividades con riesgos acotados; un proyecto muy riesgoso necesita garantías importantes y normalmente un emprendedor no las tiene. También tienen restricciones de plazo. Entonces, si una empresa mediana solo puede recurrir al banco, puede no alcanzar a desarrollar plenamente su estrategia de crecimiento. Hay que poblar ese segmento con instrumentos que les den más flexibilidad y alternativas, y una reforma al mercado de capitales podría tener eso.

—Entonces dicha reforma debería verse desde el punto de vista de beneficiar a las empresas. No sé si ese es el mensaje que ha transmitido el ministro

de Hacienda, Jorge Quiroz, hasta ahora.

—Ese es el foco que personalmente he tratado de promover. La reforma al mercado de capitales debe entender que éste es un instrumento, no un fin en sí mismo. Es un intermediador, un puente entre quienes tienen recursos y quienes los necesitan. Chile tiene una fuente enorme de fondos de largo plazo. Las AFP administran recursos gigantes para el tamaño de nuestra economía y probablemente llegarán a cerca del 100% del PIB en diez años más. Las compañías de seguros de vida también deberán invertir muchos recursos por el envejecimiento de la población y la transición demográfica. Fuentes de recursos habrá. La pregunta es para qué van a servir.

—¿Y su respuesta?

—Nuestro punto débil es lograr que esa oferta de fondos llegue a las empresas. Si no generamos instrumentos bien diseñados, con riesgos adecuadamente calibrados, quienes administran esos recursos van a optar por invertir fuera de Chile. Evidentemente, si las rentabilidades acá son pésimas, no hay por qué obligarlos a invertir en el país. Pero antes debemos preguntarnos si hicimos todo lo posible para que las inversiones chilenas sean buenas; si llenamos los vacíos regulatorios, si creamos la institucionalidad y los incentivos para que aparezcan fuentes alternativas de financiamiento. Si no hay buenos emprendedores ni buenas ideas, los fondos tendrán que salir. Nuestro rol es asegurarnos de que existan los mecanismos para que, cuando sí los haya, el capital pueda llegar.

—¿Qué instrumentos podrían ayudar a llenar ese espacio?

—ScaleX es uno.

—No le ha ido muy bien que digamos.

—No le ha ido demasiado bien todavía, pero lo peor sería quitarle el apoyo precisamente por eso. Las bolsas de “venture capital” en el mundo necesitan superar cierto nivel de desarrollo para sobrevivir. Chile debería apostar a que ScaleX se convierta no solo en una bolsa para empresas chilenas en desarrollo, sino eventualmente también latinoamericanas, porque probablemente no habrá espacio para muchas plataformas de ese tipo en la región.

“La pregunta es si una transacción tiene valor social”

—Usted también ha defendido eliminar el impuesto a las ganancias de capital, no sólo a las acciones de empresas con presencia bursátil, como se aprobó en la megarreforma, sino que más allá, a quizá instrumentos sin presencia bursátil, como ha trascendido en los medios que podría plantearse en la próxima reforma de Hacienda. ¿Por qué?

—Creo que el debate se plantea mal. Por un lado, se habla de doble tributación o incluso de un problema de propiedad; por otro, se dice que es un beneficio para los ricos. La pregunta relevante es si una transacción tiene valor social. Y sí lo tiene: cada compra y venta implica que comprador y vendedor evalúan el valor de un activo. Mientras más transacciones hay, más



La autoridad quiere que el paso desde los multifondos hacia los fondos generacionales sea suave, sin interrupciones ni ventas masivas de activos”.



Podemos hacer un gran esfuerzo de ahorro previsional y terminar financiando el desarrollo de otro país. Eventualmente tendremos mejores pensiones, pero sin desarrollo económico”.

profundo y líquido es el mercado y más probable es que el precio refleje su valor real. El impuesto inhibe transacciones y debilita la formación de precios. Eso hace que el mercado sea más vulnerable a manipulaciones y que al regulador le resulte más difícil distinguir una alteración artificial de una variación normal.

—¿La eliminación no debería limitarse a las acciones con presencia bursátil, entonces?

—No. Si se elimina solo para las acciones más transadas, se entrega un privilegio a las empresas que ya son las más grandes. Al aumentar el interés por transar sus acciones, mejora su valorización, la calidad de la formación de precios y disminuye su riesgo. El beneficio queda encerrado arriba, cuando nuestro problema está en las empresas más pequeñas. Yo buscaría extenderlo, estableciendo requisitos que reduzcan los riesgos de manipulación. Por ejemplo, se podría exigir un mínimo de flotación: que una proporción suficiente de la propiedad esté disponible para inversionistas distintos del controlador. La idea debe ser que el capital fluya también hacia compañías que hoy no están entre las más transadas.

—Probablemente la izquierda volverá al argumento de que se beneficia a los más ricos, algo que se señaló durante la tramitación de la megarreforma.

—Es posible que aparezca esa retórica. La manera de contrapesarla no es solo con un relato, sino con medidas concretas que hagan que el capital llegue a empresas de menor tamaño: mediante capital, deuda, compañías listadas que hoy no reciben los beneficios de las grandes y plataformas como ScaleX.

—Desarrollar el mercado de deuda y generar alternativas de financiamiento para las empresas —algo que los medios han dicho estaría dentro de las consideraciones de la reforma que prepara el Gobierno— podría quitarles negocios a los bancos. ¿No es esperable que la banca se oponga?

—Yo creo que a los bancos les conviene. Para una empresa, ir al mercado es complejo: significa desnudarse en la plaza pública, mostrar sus estados financieros y entregar información. Siempre será más fácil hablar solamente con el banquero. Pero al banco también le sirve que un cliente tenga una segunda fuente de financiamiento. Si está demasiado endeudado, puede emitir deuda o levantar capital en vez de seguir cargando el balance del banco. Además, al acceder al mercado genera información pública que también le sirve a la banca para evaluar mejor sus riesgos.

“El mercado financiero necesita más innovación”

—¿Qué cambia con la reforma de pensiones?

—Hay tres elementos. Primero, aumenta la cotización, y por lo tanto, habrá más recursos. Segundo, los fondos generacionales deberían alargar el perfil de inversión de las AFP. Hoy deben mantener instrumentos más cortos porque una per-

sona puede cambiarse de fondo; con los fondos generacionales se sabe con anticipación cuándo pasará de un grupo etario a otro y eso permite planificar mejor. En esa línea, otro cambio en el mercado que se ha visto es que las compañías de seguros crecerán por la transición demográfica. Todo indica que habrá espacio para alargar de manera importante el plazo de los instrumentos que se transan en Chile.

—¿Cuál es la oportunidad ahí?

—Que las empresas chilenas puedan financiarse a plazos mucho más largos. Siempre hay que mirar estas reformas desde ambos lados: qué ocurrirá con la oferta de fondos y cómo preparamos a quienes pueden utilizarlos. Si no lo hacemos, las AFP, los fondos y las compañías de seguros llevarán esos recursos a Estados Unidos. Podemos hacer un gran esfuerzo de ahorro previsional y terminar financiando el desarrollo de otro país. Eventualmente tendremos mejores pensiones, pero sin desarrollo económico en Chile. Ese es un dilema que debemos enfrentar.

—El mercado ha criticado que la propuesta de régimen de inversiones para las AFP es demasiado restrictiva.

—Primero hay que entender por qué la superintendencia adoptó ese esquema. Yo no conozco el informe que sirvió de base. Mi impresión es que pudo existir la expectativa de una revolución desregulatoria, pero las AFP son tan grandes para la economía chilena que cualquier cambio tiene efectos sistémicos. La autoridad probablemente quiere que el paso desde los multifondos hacia los fondos generacionales sea suave, sin interrupciones ni ventas masivas de activos. Esa preocupación por la estabilidad es legítima.

—¿Eso significa mantener una regulación restrictiva?

—No necesariamente para siempre. Una vez realizada la transición, estabilizados los fondos generacionales y comprobado que no hubo interrupciones, debería existir espacio para más flexibilidad. Puede ser un proceso evolutivo, con elementos transitorios. No sé si serán dos, tres o cuatro años. Además, como el régimen tiene efectos sistémicos, no puede diseñarse solo mirando a las AFP: debe haber diálogo con el Banco Central y el Ministerio de Hacienda.

—¿Está a favor entonces de que a las AFP se les debería permitir innovar y asumir más riesgo?

—El mercado financiero necesita más innovación y, por definición, eso implica tomar más riesgo. Las AFP son absolutamente clave y hay que darles espacio. El problema es que hoy tienen temor de innovar en Chile por razones reputacionales: ante la primera quiebra o el primer fraude, pueden ser culpadas. Pero son demasiado importantes como para pensar que las empresas podrán acceder a financiamiento sin ellas. Necesitamos que tengan capacidad de innovar y flexibilidad para colaborar en llenar esos baches. Confió en que avanzaremos en esa dirección; a lo mejor no de inmediato, pero sí durante los próximos años.