

**Secretaría**

Distr. limitada
9 de julio de 2003
Español
Original: inglés

**Grupo Ad Hoc de Expertos sobre cooperación internacional
en cuestiones de tributación**

11º período de sesiones

Ginebra, 15 a 19 de diciembre de 2003

**La tributación financiera y el desarrollo de los mercados
de valores: políticas fiscales óptimas para los mercados
financieros en los países en desarrollo***

Resumen

La movilización de los recursos internos es una condición previa para el logro de los objetivos económicos nacionales. El desarrollo de los mercados financieros internos es el medio principal para conseguirlo. En el presente documento se destaca la función de los impuestos en la restricción o el fomento del desarrollo de los mercados financieros, desde el punto de vista tanto de la demanda como de la oferta, a la luz de las experiencias de varios países.

* El presente documento fue preparado por el Sr. David Sugarman. Las opiniones expresadas son las del autor y no necesariamente representan los puntos de vista de las Naciones Unidas. Los cuadros y la bibliografía correspondientes al documento figuran en el anexo, que presenta por separado la Secretaría.



Índice

	<i>Párrafos</i>	<i>Página</i>
Introducción.....	1-4	3
I. Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero.....	5-9	4
II. Fundamentos macroeconómicos.....	10-11	5
III. Función de la política fiscal en el desarrollo de los mercados financieros.....	12-27	6
IV. Experiencias nacionales.....	28-61	11
V. Imposición de los mercados financieros maduros.....	62-64	21
VI. Conclusiones y otras consideraciones.....	65-66	22

Introducción

1. Uno de los cometidos principales que tienen ante sí muchos gobiernos es lograr que el sector privado interno disponga de capital suficiente para facilitar un desarrollo económico rápido y sostenido. Hasta ahora, en la mayoría de los países del mundo, un gran porcentaje de estos fondos provenía del extranjero, en la forma de inversión extranjera directa (IED) o asistencia oficial para el desarrollo (AOD). Ahora bien, la constante disminución del volumen global de la AOD aportada a nivel mundial y la intensificación de la competencia por el capital mundial plantea dudas en cuanto a la sostenibilidad de este enfoque. Por esta razón, la movilización de los recursos internos se ha convertido prácticamente en una condición previa para el logro de los objetivos económicos nacionales.

2. El desarrollo de los mercados financieros internos es el medio principal para conseguirlo. El desarrollo de los mercados financieros evita la salida del ahorro interno y, a la vez, permite al sector privado disminuir su dependencia del crédito como fuente de financiación de la inversión. Además, al mitigar el “riesgo moral” y los problemas derivados de una selección adversa en las operaciones de crédito, un mercado financiero bien desarrollado realza la eficiencia de la asignación de capitales.

3. Lamentablemente, sin embargo, la mayoría de los recientes intentos de desarrollar los mercados financieros no ha tenido éxito debido a que los parámetros macroeconómicos han sido ineficientes y las políticas fiscales han estado mal focalizadas. Muchos gobiernos han intentado desarrollar prematuramente los mercados financieros internos, antes de que éstos hubieran llegado a una rase que les permitiera funcionar con eficiencia y autonomía. Incluso cuando no ocurre así, y si se han establecido los parámetros macroeconómicos necesarios, muchos gobiernos de países en desarrollo, ante una base tributaria reducida y la necesidad de equilibrar el presupuesto del Estado, muchas veces imponen gravámenes excesivos a las acciones de capital. Esto crea necesariamente un desincentivo para la compra de esos valores, lo que hace disminuir la demanda y el volumen de transacciones. Además, al no gravar estos valores de manera apropiada, los gobiernos suelen crear inadvertidamente un sesgo sistemático en perjuicio de la financiación mediante la emisión de acciones, limitando la oferta de acciones y reduciendo al mínimo la liquidez del mercado interno.

4. En el presente documento se describe el entorno macroeconómico indispensable para el desarrollo del mercado financiero, y se señalan las reformas necesarias y el calendario de reformas para crear un entorno propicio (secc. II). En la tercera sección, habida cuenta del conflicto implícito entre la necesidad de gestionar de forma responsable el presupuesto del Estado y la necesidad de incentivar el crecimiento del mercado financiero, se aborda la función de la política fiscal para facilitar el crecimiento del mercado financiero en los países en desarrollo. Sobre la base de las experiencias de los Estados Unidos de América, Malasia y el Brasil, se destacará la función que desempeñan los impuestos y los incentivos fiscales para constreñir o incentivar el desarrollo de los mercados financieros, desde la perspectiva tanto de la demanda (inversores) como de la oferta (sociedades mercantiles) (secc. IV). En la sección V se hace una breve exposición de la forma en que se pueden utilizar las políticas fiscales para conciliar con eficiencia los conflictos presupuestarios una vez que los mercados financieros incipientes hayan alcanzado cierto grado de madurez.

I. Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero

5. La movilización de los recursos internos es el medio más eficaz para que los países en desarrollo puedan superar los singulares problemas que tienen ante sí. El nivel de inversión en un país es el determinante primordial de su actuación económica y de sus perspectivas de crecimiento a largo plazo porque condiciona los límites de la tasa de acumulación de capital físico, el progreso tecnológico y, en gran parte, el ritmo de perfeccionamiento del capital humano. Estas variables, a su vez, determinan la productividad total de los factores de un país, así como el potencial de mejora de la productividad en el tiempo.

6. Pese a la tendencia reciente de los gobiernos a depender del capital externo para aumentar la inversión, el medio más eficaz de lograr un desarrollo económico sostenible es la movilización de los recursos internos. Si bien es posible financiar inversiones productivas mediante la IED, la inversión extranjera de cartera o la AOD, lo cierto es que esta práctica condiciona efectivamente las opciones de política interna a las demandas de los capitalistas extranjeros y, de esta forma, reduce al mínimo el margen de flexibilidad de los gobiernos en la consecución de objetivos de desarrollo independientes. Por otra parte, la creciente competencia por el capital mundial amenaza con aumentar las tasas de rentabilidad que deben ofrecer las economías. El mantenimiento de tipos de interés elevados puede comprometer la viabilidad del sistema bancario, lo que reforzaría la dependencia externa y realzaría la dificultad para lograr la autosuficiencia económica. Por consiguiente, el desarrollo de unos mercados financieros eficientes debe considerarse como una parte vital del proceso de desarrollo económico.

7. Los mercados financieros contribuyen al proceso de crecimiento de varios modos fundamentales:

a) Efectos sobre la eficiencia: esto ocurre principalmente mediante las mejoras de la eficiencia de la inversión interna y la asignación de capitales. Al mejorar la liquidez de las inversiones internas y combinar los riesgos, los mercados financieros limitan la duración de los compromisos o riesgos que debe afrontar una persona por sí sola;

b) Efectos sobre la tasa de inversión: al proporcionar a los ahorristas una mayor posibilidad de diversificar sus carteras y de “desprenderse” de sus inversiones, unos mercados financieros bien desarrollados deberían atraer a ahorristas que anteriormente habrían estado sujetos a limitaciones de liquidez como así también a quienes, por temor de encontrarse con esas limitaciones, se habrían abstenido de invertir;

c) Menor dependencia respecto del crédito bancario: la financiación con acciones abarata el costo de los recursos (por comparación con los préstamos bancarios) porque elimina el costo de refinanciación vinculado con el crédito bancario para proyectos de largo plazo;

d) Menor dependencia respecto del capital mundial: al desarrollar cierto grado de autosuficiencia en la financiación de las inversiones, las economías en desarrollo pueden protegerse contra los efectos destructivos de las entradas o salidas masivas de capital;

e) Reducción de las primas de riesgo internas: al brindar un destino estable y líquido a los inversores internacionales, los mercados financieros maduros pueden reducir las primas de riesgo que el país deba pagar para atraer capital mundial.

8. Empíricamente existe un nexo firme entre desarrollo del mercado financiero y crecimiento económico. La concatenación más clara se da entre el crecimiento del producto nacional bruto (PNB) y la liquidez del mercado interno, como lo demuestran numerosos estudios¹. Los mercados financieros que dan a los inversores la posibilidad de invertir y retirar fondos con confianza permiten que el capital se invierta en los proyectos más rentables, independientemente de factores como el perfil de los vencimientos o los riesgos. Además, existe otra concatenación empírica entre el nivel agregado de capital que recibe el sector privado y la tasa de crecimiento económico. En la medida en que los mercados financieros movilizan recursos internos, o al menos los canalizan hacia el sector privado a un costo relativamente bajo, esto constituye otra clara concatenación entre los mercados financieros y el desarrollo económico. Estas circunstancias han llevado a autores como Gregory Mankiw a concluir que “las pruebas que establecen una relación entre la profundidad del sistema financiero y el crecimiento económico a largo plazo, tanto mediante una mayor movilización de recursos como mediante la mejora de la (eficiencia), parecen relativamente persuasivas”².

9. A pesar de ello, el desarrollo del mercado financiero es relativamente limitado y los valores disponibles para los ahorristas por lo común se limitan al dinero en efectivo, los instrumentos de depósito o, en algunos casos, los títulos de la deuda pública adquiridos en un mercado primario. Como consecuencia de ello, los mercados financieros en los países en desarrollo padecen los efectos de una falta de fungibilidad de los valores y de una baja liquidez. Ambos factores tienden a limitar la cuantía de ahorro volcada al sistema, reduciendo así la capacidad de éste para servir de fuente habitual de capital de inversión. Por lo tanto, dada la importante función que los mercados financieros desempeñan en el proceso de desarrollo y el éxito limitado que han tenido los países en la creación de mercados financieros, se hace imperativo examinar los factores que típicamente han impedido su crecimiento. En las dos secciones siguientes se procederá a ese análisis.

II. Fundamentos macroeconómicos

10. Las inoperancias del mercado plantean una amenaza seria para el desarrollo y la sostenibilidad de los mercados financieros. Antes de acometer la empresa de crear un mercado financiero, pues, es necesario contar con un entorno macroeconómico propicio que pueda sustentar estos mercados incipientes. Las reformas que pueden ser necesarias para este fin se pueden agrupar en cuatro grandes categorías: reformas gubernamentales, reformas del mercado financiero, reformas jurídico-normativas y reformas reglamentarias. Se pueden caracterizar de la siguiente manera:

a) Reformas estatales: reducción del déficit fiscal, tasas de inflación y tipos de cambio estables y aplicación sistemática de políticas económicas creíbles y estables;

b) Reformas del mercado financiero: eliminación de los controles sobre los tipos de interés y de cambio y desregulación de las restricciones sobre las transacciones;

¹ Véase, por ejemplo, Ross Levine, “Stock markets, growth, and tax policy”, *Journal of Finance*, vol. 46, No. 4 (septiembre de 1991), págs. 1445 a 1465.

² Véase Agenor, pág. 692.

c) Reformas jurídico-normativas: publicidad de información oportuna y fidedigna sobre las sociedades mercantiles para los posibles inversores a fin de evitar asimetrías en la información. Sanción de legislación clara y transparente sobre quiebras y ejecución de garantías, derechos de los accionistas y principios aplicables a las operaciones de rescate;

d) Reformas reglamentarias: aplicación de sanciones por la infracción de las normas establecidas para aumentar la eficiencia de los mercados y reducir las primas de riesgo de las inversiones internas.

11. Cuando aún no se haya ejecutado más de una de estas reformas, es importante que los gobiernos procedan en forma ordenada, pues la institución de las reformas a destiempo puede comprometer seriamente los esfuerzos en pro del desarrollo. En general, las reformas deberían realizarse con arreglo al siguiente orden: a) ajuste fiscal/estabilización macroeconomía; b) perfeccionamiento de la reglamentación del mercado financiero; c) liberalización del mercado financiero (es decir, eliminación de los controles sobre los tipos de interés); y por último d) liberalización de la cuenta de capital. Es preciso seguir este orden a fin de evitar los efectos de inflación, recalentamiento o fuga de capitales que pueda producir el proceso, velando por que, en todas las etapas en que sea necesario, los gobiernos dispongan de instrumentos suficientes para defender el valor de la moneda y esterilizar las corrientes internacionales de capital³. En general, estas reformas son por sí solas insuficientes para asegurar el desarrollo de los mercados financieros. Por lo tanto, los gobiernos deben también aplicar unas políticas fiscales eficientes a este fin. Las políticas fiscales idóneas son un elemento crucial en este tipo de medidas.

III. Función de la política fiscal en el desarrollo de los mercados financieros

Consideraciones presupuestarias

12. Los gobiernos de los países en desarrollo tienen ante sí un dilema fundamental al tiempo de definir sus programas fiscales. En particular, deben sopesar los beneficios relativos de equilibrar el presupuesto del Estado con los beneficios derivados de aplicar unas medidas fiscales aptas para estimular el crecimiento económico y orientar el desarrollo. El primer objetivo prescribe austeridad; el segundo, en cambio, a veces puede sugerir una política más liberal y acomodaticia, que tolere unos déficit presupuestarios ocasionales. Este dilema suele ser más pronunciado en los países en desarrollo, debido a que estos países tienen unas bases tributarias relativamente limitadas y a que la asistencia pública para el desarrollo produce unos elevados beneficios marginales para el sector privado. Debido a su situación relativamente subdesarrollada, el gasto en infraestructura pública en estos países puede producir grandes beneficios externos y traducirse en importantes aumentos de la producción del sector privado en comparación con proyectos similares en los países

³ Lamentablemente, el examen completo de este tema escapa al ámbito del presente análisis. Para un análisis más detallado de la oportunidad cronológica de las reformas, véase *Development Macroeconomics*, págs. 762 a 765, por ejemplo.

desarrollados. No obstante, estos países sufren también los efectos de una base tributaria limitada, y una administración fiscal deficiente y, por consiguiente, unos bajos niveles de recaudación fiscal.

13. Los países en desarrollo necesitan unas políticas económicas diferentes de las que resultan apropiadas en los países industrializados. Parte de esta diferencia corresponde a las decisiones presupuestarias. En particular, aunque se postula que los presupuestos equilibrados son intrínsecamente deseables en los países desarrollados, en los países en desarrollo a veces resulta más apropiado aplicar políticas fiscales anticíclicas mediante un cierto nivel de gasto deficitario para encauzar las iniciativas de desarrollo. Obviamente, estas políticas se aplicarían en el supuesto implícito de que la mejora del crecimiento económico se traducirá en un aumento de las rentas fiscales en períodos subsiguientes, con miras a enjugar la insuficiencia rentística en el presente.

14. Conforme a estos criterios, los países menos desarrollados podrían desarrollar la infraestructura y la masa de capital nacional necesarios para lograr un crecimiento estable y continuado; ello, a su vez, produciría unos beneficios económicos más inmediatos y daría lugar a una expansión de la base tributaria interna. Además, por definición, este tipo de análisis se tiene que sustentar en las condiciones macroeconómicas internas, actuales y proyectadas, así como en consideraciones relacionadas con las necesidades internas de infraestructura. Por lo tanto, a diferencia del enfoque ortodoxo, este tipo de programas tiene la ventaja de ajustarse a las necesidades y realidades propias de cada país. En algunos casos, bien puede ocurrir que la austeridad fiscal produzca beneficios significativos, en cuyo caso un presupuesto equilibrado podría ser la opción de políticas apropiada; no obstante, como se dijo *supra*, no sería atinado suponer *prima facie* que esa política es de aplicación universal.

15. De acuerdo con estudios recientes, este enfoque podría ser beneficioso. En particular, la inversión pública con objetivos apropiados, en lugar de excluir a la inversión privada, aparentemente la aumenta. Aunque se lo ha confirmado en diversos estudios, el efecto positivo de la inversión pública sobre la inversión privada ha sido demostrado de manera más convincente por Bleijer y Khan. Basados en el análisis de datos de 24 países en desarrollo en el período 1971-1979, estos autores observan que un aumento de 1% de la inversión real en infraestructura pública hace aumentar la inversión privada real en 0,25%; en cambio, unos aumentos equivalentes de la inversión pública para otros fines hacen disminuir la inversión privada en 0,30%. Estos resultados concuerdan con la hipótesis expuesta *supra*: esto es, que incurrir en déficit presupuestarios a corto plazo, a más de ser sostenible, es también deseable, en el largo plazo.

16. Este tipo de políticas puede producir también el beneficio externo de facilitar directamente el desarrollo de un mercado interno de bonos u obligaciones. Si el Estado emite bonos y los coloca públicamente en el mercado para financiar el déficit fiscal, ello puede contribuir al desarrollo de los mercados primarios de obligaciones. Esa evolución se ha observado en países tan distintos como Filipinas y el Brasil, si bien la circunstancia de que en Filipinas no se haya desarrollado rápidamente un mercado secundario indica que no basta con que haya una disponibilidad de bonos para lograr niveles elevados tanto de capitalización como de liquidez.

La imposición de las ganancias de capital y el desarrollo de los mercados financieros

Teoría general de la imposición óptima

17. En el contexto del desarrollo de los mercados de acciones, el programa fiscal que se sugiere *supra* hace pensar que, para facilitar el desarrollo de los mercados de valores, el Estado debe brindar incentivos fiscales a corto plazo a las transacciones de acciones de capital. Esos valores se deberían desgravar en el corto plazo; esta desgravación se debería levantar únicamente después de que los mercados primarios y secundarios hubieran llegado a un cierto nivel de madurez. En las dos secciones siguientes se analizará la forma en que convendría estructurar esos incentivos. En general, sin embargo, es importante que todo programa tributario se ciña a los siguientes criterios: a) reducir al mínimo la pérdida de eficiencia en la asignación del capital y b) no agravar la desigualdad vertical.

18. La primera condición es especialmente importante en el contexto del presente trabajo, pues plasma la idea, bastante común, de que cualquier forma de fiscalidad distorsiona los incentivos. Por consiguiente, antes de aplicar un gravamen sobre los activos financieros, los gobiernos deben determinar si esa medida afectará significativamente a las preferencias de los ahorristas o inversores.

La demanda de valores financieros

19. El principal interés de las inversiones en acciones radica en su liquidez, es decir, la facilidad con que los accionistas pueden liquidar sus valores y eliminar sus riesgos y compromisos. La liquidez de un valor es, hasta cierto punto, una medida inversa del nivel relativo de riesgo que supone para el inversor. La posibilidad de transformar rápidamente las inversiones en dinero en efectivo mitiga las consecuencias de posibles crisis de liquidez de los inversores o de reveses empresariales.

20. Además, al captar el ahorro de numerosos inversores con destino a una sociedad mercantil o proyecto, las acciones facilitan la distribución del riesgo. De esta forma, en las economías que desarrollan mercados de valores con liquidez, la rentabilidad es el determinante primario de los proyectos que han de recibir financiación. Los ahorristas tienden a abandonar los valores cuyo beneficio principal es la seguridad y la corta duración en favor de los que representan actividades implícitamente más productivas. Se realza así la eficiencia de la asignación de capitales y, por ende, la tasa general de crecimiento económico.

21. De esta forma, el desarrollo del mercado de acciones puede crear un ciclo virtuoso de mejoras de la eficiencia de la asignación de capitales en una economía. Cuanto más maduro sea un mercado de valores, tantos más inversores atraerá y ello, a su vez, se traducirá en nuevas reestructuraciones de carteras, generando una mayor demanda de acciones y un mayor volumen de operaciones. La lógica de este ciclo es un mercado en el que la consideración más importante para los inversores es la rentabilidad real postrIBUTARIA de la inversión, lo que indicaría que el capital se asigna con una eficiencia casi óptima.

22. Del mismo modo, la imposición de las ganancias de capital puede provocar un círculo vicioso en los mercados de acciones. Los impuestos sobre las ganancias de capital restan atractivo a todas las acciones porque reducen su rentabilidad postrIBUTARIA, y ello hace mermar tanto la demanda de acciones como el coeficiente

de operaciones. La merma de la liquidez contrae aún más la demanda de acciones. En esos casos, los inversores volverán a adquirir valores más seguros o de corto plazo, con la consecuencia de una merma tanto de la capitalización del mercado como de la eficiencia de la asignación de capitales. Chamley (2000) lo demuestra claramente mediante un análisis de la mayoría de los países del África al sur del Sáhara, en el que prueba que hay una correlación inversa entre la profundización financiera y la tributación y que los efectos de la imposición aumentan en proporción a su nivel. Ello implica que unos tipos impositivos bajos pueden tener efectos mínimos sobre los mercados financieros; sin embargo, cuando los tipos impositivos alcanzan un cierto nivel, el aumento de esas tasas puede llevar a una disminución de la demanda de valores en grado suficiente para producir rentas fiscales marginales de signo negativo.

23. Por lo tanto, pese a que puede servir para movilizar grandes cuantías de rentas fiscales, la imposición de los activos financieros puede tener también grandes consecuencias negativas para la eficiencia macroeconómica. Por esta razón, los gobiernos de los países que tienen mercados de valores inmaduros deben equilibrar sus necesidades rentísticas inmediatas con las necesidades macroeconómicas a largo plazo a nivel de toda la economía de contar con mercados de capital eficientes mediante una imposición de las ganancias de capital presentes en el más bajo nivel posible, a fin de mantener una demanda significativa de inversiones en acciones y reducir al mínimo las distorsiones en las decisiones de inversión y la asignación de capital.

La oferta de valores financieros

24. Joseph Stiglitz ha demostrado que, para determinar el efecto de la tributación sobre las opciones de financiación de una compañía, es preciso tener en cuenta todas las tasas impositivas y no únicamente las que afectan a un determinado método de financiación. En resumen, una empresa utilizará la opción de financiación que produzca un máximo beneficio postributario para sus propietarios. Por consiguiente, las decisiones financieras de las empresas se ven afectadas por el impuesto sobre los beneficios de las sociedades, el impuesto sobre la renta de las personas físicas y la tasa tributaria de los bonos y las acciones. Dicho de manera más sencilla, señala Stiglitz, la política financiera óptima estará determinada por las ventajas fiscales del crédito para las sociedades o para las personas físicas⁴. Cuando las tasas a que tributan las sociedades son más elevadas que las tasas del impuesto sobre la renta de las personas físicas, las economías fiscales que se derivan de los créditos tomados por las empresas son elevadas y, por ende, tiene “tributariamente” más sentido financiar las operaciones de las empresas con emisión de deuda. En cambio, cuando la tasa del impuesto sobre la renta de las personas físicas es más elevada que la tasa del impuesto sobre las sociedades se darán incentivos a la financiación mediante la retención de beneficios (capital social). Por lo tanto, la oferta de acciones no sólo estará relacionada con la imposición de las inversiones en acciones, sino también con imposición de los beneficios de las sociedades, la renta de las personas físicas y la deducibilidad de los pagos de interés.

⁴ Cabe observar que este análisis parte del supuesto de la deducibilidad de los pagos de intereses, hipótesis que sigue vigente hoy en día en la mayoría de los casos.

25. Andrew Lyon ha elaborado un modelo de esta interrelación entre las decisiones de financiación de las sociedades y las tasas de imposición correspondientes en una forma que resulta más beneficiosa todavía para nuestros fines. Al igual que Stiglitz, Lyon elabora un modelo en el que los pagos de intereses se pueden deducir de la renta imponible de las empresas. En particular, Lyon señala que la tasa de rentabilidad posttributaria de las emisiones de bonos para inversores en una empresa es de $r_b(1-t_b)$, donde r_b es la rentabilidad real pretributaria del bono y t_b es la tasa impositiva a que está sujeto. Esto se debe a que, si los pagos de intereses son totalmente deducibles de la renta de una sociedad, no se gravará ninguna parte de la renta de la sociedad para este proyecto. Análogamente, la rentabilidad posttributaria de las emisiones de acciones será igual a $r_e(1-t_e)$, donde r_e es la rentabilidad pretributaria de la acción, t_e es la tasa impositiva sobre las acciones⁵ y t_c es la tasa del impuesto sobre los beneficios de las sociedades. En consonancia con la hipótesis de Stiglitz, Lyon postula correctamente que los propietarios de la empresa recurrirán a la opción de financiación que produzca la tasa de rentabilidad posttributaria más elevada. En la hipótesis de que la tasa de rentabilidad de la inversión sea independiente de la fuente de financiación ($r_b = r_e$), sólo se recurrirá a la emisión de acciones cuando $(1-t_e) > (1-t_b)$. La solución de t_e da como resultado, $t_e < [(t_b - t_c)/(1-t_c)]$. Esta desigualdad determinará la decisión de financiar un proyecto con deuda o con emisión de acciones. Cuando haya esa desigualdad, se recurrirá a la financiación con emisión de acciones; cuando no la haya se preferirá la financiación con deuda.

26. De esta comprobación, si resultara empíricamente cierta, se desprenderían diversas conclusiones importantes en materia de políticas para los gobiernos que deseen facilitar el desarrollo de sus mercados de valores. En particular, significa que la baja imposición de las ganancias de capital es insuficiente por sí sola para garantizar una capitalización y liquidez adecuadas. Aunque bien pueda ser necesaria para generar un nivel elevado de demanda de acciones, esa política no necesariamente afectaría la oferta de acciones en el mercado primario. En los países con mercados de capitalización reducida, es obviamente imperativo aumentar el volumen de acciones ofrecidas en el mercado porque, por definición, ello afectará directamente al potencial de capitalización de los mercados secundarios. Por lo tanto, los gobiernos deben velar, no sólo por que las acciones estén sujetas a una imposición baja, sino también por que reciban un trato fiscal preferencial. Además, en consonancia con la hipótesis de Stiglitz, es importante señalar que la oferta de acciones no está determinada por los niveles absolutos de t_e y t_b , sino por sus niveles relativos. Esto implica un cierto margen de flexibilidad normativa para los gobiernos de los países en desarrollo.

27. Lamentablemente, sin embargo, sustentar las decisiones normativas únicamente en la doctrina expuesta *supra* sería insuficiente porque sólo postula dos proposiciones vagas: a) que los gobiernos deben imponer gravámenes más bajos a las acciones que a las obligaciones, y b) que los impuestos sobre los beneficios de las sociedades deben ser bajos. Ello implica que los gobiernos disponen de una grandísima variedad de opciones normativas para incentivar el desarrollo de los mercados de valores. Por lo tanto, este análisis no sirve de mucho para explicar los numerosos fracasos en este sentido que han experimentado los países en desarrollo en décadas

⁵ Los impuestos sobre las acciones son un promedio ponderado de los impuestos sobre los dividendos y los beneficios no distribuidos. Para un examen detallado, véase Lyon, pág. 198.

recientes. Por consiguiente, semejante marco resulta más útil como base para comprender los determinantes de los fracasos y éxitos pasados en esta materia. Para definir más precisamente un programa fiscal que facilite el desarrollo de los mercados de acciones, conviene examinar las experiencias de diversos países en la materia, teniendo presentes las conclusiones generales antes expuestas. Este será el principal objetivo de la sección siguiente.

IV. Experiencias nacionales

28. Lamentablemente, los análisis econométricos de poco han servido para determinar cuál podría ser el marco general de tributación óptima sustentado en el argumento teórico antes expuesto. Ello se debe a que el efecto de la imposición de las ganancias de capital depende de muchos factores exógenos, incluidas las diferencias entre las capacidades administrativas de los países, la etapa de desarrollo en que se encuentre el país y el número de valores o bienes que pueden servir como sustitutos de las acciones de capital. En consecuencia, seguidamente se presentan varios estudios monográficos de países que han tenido, y no han tenido, éxito en el desarrollo de los mercados de valores. Como se predijo *supra*, las conclusiones generales que debieran desprenderse de esos estudios monográficos son como sigue:

a) Demanda (personas físicas, ahorristas): los impuestos sobre las rentas producidas por las acciones debieran reducirse al mínimo compatible con las realidades políticas y económicas. Lo ideal sería exonerar enteramente de imposición tanto a las ganancias de capital como a los dividendos. Para ello bien puede ser necesario aceptar la deductibilidad total de las pérdidas de capital;

b) Oferta (sociedades):

i) Si bien el nivel absoluto de la imposición de las ganancias de capital es un determinante significativo de las decisiones de financiación de la empresa, la tasa de imposición relativa sobre las emisiones de acciones y títulos de deuda tiende a ser el determinante primario de la oferta de acciones en los mercados primarios;

ii) La imposición preferencial de los beneficios de las sociedades parece cumplir una función importante de facilitación del desarrollo de los mercados primarios de acciones. Cuando se conceden desgravaciones en favor de los beneficios de las sociedades, la tasa efectiva de imposición sobre las acciones disminuye y ello, a su vez, aumenta el número de sociedades que recurren a la financiación mediante la emisión de nuevas acciones y, al propio tiempo, la oferta de acciones de capital en los mercados primarios.

Estados Unidos de América: 1790-1840 y 1913-1938, el régimen tributario inicial de un mercado en desarrollo

Antecedentes y datos

29. Los mercados bursátiles de los Estados Unidos tienen su origen en el famoso "Pacto del Sicomoro" (*Buttonwood Agreement*) suscrito en Nueva York en 1792. Casi desde el inicio, los impuestos e incentivos tributarios tuvieron gran importancia en la facilitación del desarrollo de un mercado que ha pasado a ser el más grande

mercado de valores del mundo. En 2000, la capitalización total de los mercados bursátiles de los Estados Unidos, que pasaba de 16.600 billones de dólares de los EE.UU., representaba el 181,8% del producto interno bruto (PIB).

30. En 1817, 25 años después de su fundación, en el Mercado de Valores de Nueva York —el primer mercado de valores de los Estados Unidos— sólo se cotizaban 16 acciones. Sin embargo, a principios del siglo XIX, el Gobierno de los Estados Unidos comenzó más liberalmente a conceder desgravaciones —en la forma de “cartas”— a las sociedades por acciones con “finalidades de servicio público y lucro privado”⁶. Para 1830, virtualmente todos los solicitantes de “cartas” las habían recibido⁷. Como se indica en el cuadro 1, la disponibilidad de acciones aumentó en 300% entre 1821 y 1840; el número de nuevas emisiones se duplicó con creces durante el decenio de 1830, paralelamente a la mayor facilidad con que las sociedades por acciones pudieron recibir ventajas tributarias durante esos años. Por último, todas esas tendencias corrieron paralelas a una disminución constante de la disponibilidad de bonos, un claro reflejo de una mayor utilización de la financiación mediante emisión de acciones y no de bonos. En consecuencia, habida cuenta de que en esos años no se gravaban las rentas de las acciones ni las rentas en concepto de intereses, es de presumir que la paulatina ampliación de los incentivos tributarios concedidos a las sociedades por acciones desempeñó una función importante en la expansión de la oferta de acciones en los incipientes mercados bursátiles de los Estados Unidos.

Imposición de las ganancias de capital

31. Las ganancias de capital sólo pasaron a ser imponibles en 1913 con la sanción de la Ley de Rentas de ese año. La Ley, en su versión inicial, gravaba como renta ordinaria a las ganancias de capital a corto plazo. En consecuencia, las ganancias realizadas sobre valores tenidos por plazos inferiores a seis meses se gravaban con tasas de entre 26% y 91%, según el nivel de rentas del inversor. Por el contrario, las ganancias a largo plazo se gravaban a un tipo de 50% y la mitad de todas las ganancias quedaba exenta de impuestos, lo que se traducía en un tipo efectivo de 25%. Estas dos reformas tributarias, en particular la primera de ellas, redujeron de manera significativa el rendimiento postributario de las inversiones en acciones y ello redujo la demanda de acciones de capital por parte de los inversores (véase el cuadro 2). El régimen discriminatorio en desmedro de las ganancias de capital a corto plazo creaba también desincentivos importantes para las operaciones especulativas, con perjuicio para la liquidez del mercado, como lo demuestra la declinación del coeficiente de operaciones del Mercado de Valores de Nueva York. En consecuencia, el resultado global de las reformas tributarias de 1913 fue una disminución tanto de la capitalización como de la liquidez de los mercados bursátiles de los Estados Unidos.

32. Esta conclusión encuentra sustento también en los resultados de las reformas del derecho tributario de 1921, que otorgaron a los inversores la opción de que las ganancias a largo plazo tributaran a una tasa de sólo 12,5%. El efecto inmediato de esa reforma fue una liberación del mercado que se tradujo en un aumento considerable de la demanda de acciones. El volumen de acciones negociadas en el Mercado de Valores de Nueva York aumentó de 172,8 millones de dólares en 1921 a 260,9 millones de dólares en 1922, con un pico de 1.124 millones de dólares en 1929. La estructura de las carteras de los inversores reflejó también ese aumento de la de-

⁶ Werner y Smith, pág. 104.

⁷ *Ibíd.*, pág. 107.

manda. En 1920, antes de las reformas, la relación ganancias de capital/otros activos guardaba una correlación inversa con el nivel de ingresos de las personas físicas, esto es, cuanto más elevada era la categoría tributaria del contribuyente, tanto menor era la renta que derivaba de las ganancias de capital. Ello demuestra a todas luces el efecto de desincentivo de la imposición progresiva de las rentas en concepto de ganancias de capital en 1913: cuanto más elevada la tasa de imposición de las ganancias de capital, tanto menos invertía el contribuyente en acciones de capital. Sin embargo, inmediatamente después de las reformas de 1921, la relación ganancias de capital/otros activos comenzó a aumentar en todos los grupos de ingresos. En consecuencia, las personas físicas para las cuales la Ley de 1913 había creado los mayores desincentivos fueron las que más acrecentaron sus tenencias de acciones.

33. En ese contexto, se debe advertir que las reformas de 1921 tuvieron sólo un efecto limitado sobre la liquidez del mercado y las operaciones especulativas. De resultas de ello, si bien en 1922 hubo algún aumento en el coeficiente de operaciones (de 59% a 77%), para 1923 ese coeficiente había declinado rápidamente a su nivel anterior. Se puede interpretar que ello se debió a que los inversores que tenían en su poder activos a largo plazo los liquidaron inmediatamente después de la reforma.

34. El código tributario de los Estados Unidos reformado en 1923, que reconoció la deductibilidad de las pérdidas de capital de las ganancias imponibles, contribuyó efectivamente a aumentar la liquidez. En consecuencia, a pesar de un desincentivo tributario relativamente elevado, el Mercado de Valores de Nueva York presenció una tasa extremadamente elevada de ventas de acciones para realizar ganancias y pérdidas de capital a corto y largo plazo. El coeficiente de operaciones aumentó de manera significativa, llegando a 132% en 1928.

35. En 1934 hubo una nueva reforma del derecho tributario. Esta vez se introdujo un régimen de “inclusión porcentual”, con arreglo al cual todas las ganancias de capital se gravaron como renta ordinaria. Los valores tenidos por menos de un año se gravaban enteramente a las tasas ordinarias, con una declinación progresiva a una inclusión de las ganancias de capital de 30% en el caso de valores tenidos por más de 10 años. Este régimen, como cabía esperar, tuvo un fuerte efecto de desincentivo sobre el volumen de acciones negociadas y el coeficiente de operaciones. Como había ocurrido a principios del siglo XIX, la imposición de las acciones de capital fue también un factor importante que ayudó mantener una oferta sistemáticamente elevada. Durante todo el período, las rentas en concepto de intereses se gravaron como rentas ordinarias. En consecuencia, a partir de 1913, el régimen tributario de los Estados Unidos, como mínimo, ha tratado en forma neutral a las emisiones de obligaciones y de acciones⁸. En la mayor parte de los años, sin embargo, las emisiones de acciones tuvieron un trato más favorable. Por lo tanto, a pesar de las fluctuaciones de la demanda, las acciones de capital siguieron siendo la forma de financiación preferida de las sociedades por acciones de los Estados Unidos. De resultas de ello, la oferta primaria de acciones se mantuvo en nivel elevado y los inversores tuvieron acceso sistemáticamente a una selección estable de acciones.

⁸ Las obligaciones se gravaron en calidad de rentas ordinarias. En consecuencia, ambos tipos de activo se trataron en un régimen de neutralidad en cuanto a las ganancias a corto plazo durante todo el período (en la hipótesis de que no hubiera pérdidas que pudieran emplearse como deducciones después de 1923). En cuanto a las ganancias de capital a largo plazo, ambos tipos de activos se trataron en forma neutral en cuanto a los grupos de ingresos más elevados durante la vigencia del plan de inclusión porcentual.

Resumen

36. En suma, la experiencia de los Estados Unidos en el desarrollo y la tributación de mercados financieros relativamente incipientes brinda sustento al argumento teórico expuesto en la sección III. En particular, la experiencia de principios del siglo XIX hace ver que una baja fiscalidad para las sociedades por acciones puede inducir, no sólo la creación de un gran sector privado, sino también una tasa relativamente elevada de emisión de acciones. Este resultado, a su vez, se reforzó gracias a un programa fiscal que concedió un régimen tributario diferencial a las obligaciones y las acciones en beneficio de estas últimas. En cuanto a la demanda, es evidente que la imposición de las ganancias de capital fue un determinante significativo tanto de la capitalización como de la liquidez del mercado. Las tasas tributarias superiores al 25% al parecer han condicionado de manera significativa a ambas variables; además, las tasas tributarias que discriminaron en desmedro de las ganancias a corto plazo tuvieron máximo efecto sobre la liquidez y sólo un efecto menor sobre la capitalización. Ello indicaría que los programas fiscales destinados a desalentar las operaciones especulativas, si bien acaso no afecten la dimensión total del mercado, presumiblemente condicionarán la capacidad de éste para atender a las preferencias de liquidez de los inversores. De resultas de ello, esos gravámenes irán en desmedro de la capacidad del mercado para ampliarse y realzar la eficiencia de la asignación de capitales de un país.

Malasia, 1980-2000

Antecedentes y datos

37. Antes de 1988 el mercado bursátil de Malasia estaba relativamente subdesarrollado. En el decenio de 1990 se observó una explosión tanto de la escala como de la liquidez de los mercados de Malasia. Entre 1988 y 1989, la capitalización del mercado paso del 67% al 102% del PIB. La capitalización del mercado continuó en ascenso durante todo el decenio, llegando a 309% en 1996, antes del inicio de la crisis asiática. Además, el número de compañías autorizadas a cotizar en los mercados de valores en Malasia registró también un aumento extraordinario, con un máximo de 736 compañías autorizadas en 1998 (véase el cuadro 3). Por último, como reflejo de la expansión de la liquidez, el coeficiente de operaciones de las bolsas de Malasia registró también un alza pronunciada durante el decenio de 1990, con un promedio de 50,4% en los siete años de 1989 a 1996. En menos de siete años, pues, Malasia pudo crear un mercado amplio y líquido sobre la base de un predecesor relativamente subdesarrollado, cuyo crecimiento había permanecido en gran medida estancado durante el decenio precedente.

38. A no dudarlo, la IED fue la fuente principal de fondos que impulsó la mayor capitalización del mercado interno. Sin embargo, el régimen tributario de las acciones en Malasia fue el factor principal que encauzó estos capitales hacia la bolsa y no hacia otros valores financieros. Además, si bien no creó un incentivo favorable al uso de la financiación con capital social, la fiscalidad de Malasia en realidad trató de manera efectivamente neutral a la financiación con acciones y obligaciones⁹. Por esta razón, las compañías pudieron emitir acciones como medio de captar las grandes entradas de capital del país, sin incurrir por ello en una fuerte imposición.

⁹ Véase, por ejemplo, Broadway, Chua y Flatters (2000), pág. 365.

La estructura tributaria de Malasia: personas físicas

39. El régimen tributario aplicado a las personas físicas en Malasia durante estos 20 años fue relativamente estable, con la excepción de dos cambios sutiles. Las rentas de las personas físicas han estado sujetas a una imposición progresiva, del 5% al 40%, con una media de 20%, y las ganancias de capital han estado exoneradas durante ese período. La primera reforma del código tributario corresponde a los ingresos en concepto de dividendos que sólo se exoneraron de impuestos en 1990, después de haber estado sujetos a una imposición de 40% hasta 1998 y de 35% en 1989, quedando enteramente desgravados a partir de entonces. La segunda reforma fue mucho más sutil. La imposición sobre las rentas en concepto de intereses, que se habían considerado rentas ordinarias sujetas a una tasa de 20% hasta 1995, se redujo a 15%.

40. Como se indicó en el marco descrito en la sección III, el aumento de la capitalización y la liquidez corre casi en perfecto paralelo a las reformas de la estructura tributaria de Malasia. El primer aumento de la escala del mercado se produjo en 1989, concurrentemente con la primera reducción del impuesto sobre los dividendos. Al año siguiente, cuando se desgravaron enteramente los dividendos, la capitalización volvió a aumentar a 113,6% del PIB. El único revés en esta tendencia corrió paralelo a la segunda reforma de la política tributaria de Malasia. En 1995, concurrentemente con la reducción del tipo tributario aplicado a las obligaciones, se observó una reducción en la capitalización y liquidez relativas del mercado, que pasaron de 275% a 255% del PIB en el caso de la capitalización y de 60,1% a 35,9% en el caso de la liquidez. Este revés fue efímero, sin embargo, pues ambas medidas de la actuación del mercado volvieron a aumentar al año siguiente.

41. Por cuanto la imposición de las acciones es una combinación de la imposición de las ganancias de capital con la imposición de los dividendos, estas tendencias del mercado bursátil de Malasia se deben interpretar como un resultado del aumento de la demanda debido al régimen tributario más favorable otorgado a las acciones. Las reformas tributarias de 1989 y 1990 realzaron el atractivo de las acciones para los inversores, en desmedro de las obligaciones.

La estructura tributaria de Malasia: sociedades por acciones

42. El cambio primario reciente en el régimen tributario de Malasia se produjo en 1989 cuando se redujo el impuesto sobre la renta de las sociedades del 40% al 35%, y el impuesto para el desarrollo de 5% comenzó a reducirse a razón de un punto porcentual por año. En consecuencia, las reducciones de los impuestos sobre la renta de las sociedades debieran aumentar el porcentaje de sociedades que recurren a la emisión de acciones y no de obligaciones. Ello es aparentemente lo que ocurrió en Malasia.

43. En los nueve años siguientes a las reformas de 1989 se echó de ver un aumento del 193% en el número de compañías que cotizaban en el mercado de valores de Kuala Lumpur. Ello contrasta con un aumento de sólo 38,4% en los nueve años anteriores. Otra prueba de los efectos de esta reforma tributaria es que entre 1989 y 1990 —el primer año después de la sanción del presupuesto— el número de sociedades autorizadas a cotizar en bolsa se elevó en 12,3% (de 251 a 282 sociedades). Ello es casi el doble de la tasa de aumento más elevada (6,3% en 1984) de cualquier año del decenio de 1980. En 1991 y 1992 se observaron aumentos aún mayores del

número de sociedades autorizadas a cotizar en bolsa: 13,8% y 14,5%, respectivamente.

44. Estas circunstancias subrayan la importante función desempeñada por el régimen tributario de Malasia en el aumento de la oferta de acciones en los mercados primarios. La reducción de los impuestos sobre las sociedades aumentó el rendimiento postributario de los proyectos financiados con emisión de acciones, por oposición a los proyectos financiados con emisión de obligaciones, y ello permitió que las sociedades recurrieran con más frecuencia a la emisión de acciones¹⁰. En verdad, los cálculos de las tasas de imposición marginal efectiva, resumidos en el cuadro 4, destacan el margen decreciente entre los proyectos financiados con emisión de obligaciones y los proyectos financiados con emisión de acciones. Por lo tanto, la reducción de la imposición de las sociedades atribuyó a las acciones un régimen más favorable y liberó la oferta de emisiones de acciones. Ante las entradas de capital externo, estas medidas eran esenciales para aumentar la capitalización del mercado en Malasia.

Resumen

45. En general, el caso de Malasia destaca la necesidad de una estructura tributaria que estimule tanto la oferta como la demanda de acciones de capital. Aunque durante el decenio de 1980 se dio algún estímulo a la demanda, ello fue insuficiente por sí solo para influir en la dimensión y actuación generales del mercado. Fue necesario reformar la imposición de las sociedades para aumentar la oferta de acciones, con el objeto de lograr esas finalidades. Sin embargo, no es necesario que las tasas de imposición sobre las sociedades sean inferiores a la tasa media aplicable a las rentas de las personas físicas. En este caso, aunque la tasa revisada de 35% aplicable a las sociedades es inferior a la tasa máxima aplicable a las personas físicas, es superior a la tasa media aplicada a las personas físicas. De todos modos, la reforma fue suficiente para incentivar la emisión de acciones y acrecentar la capitalización del mercado interno. Por último, los efectos de una reducción de la imposición de los dividendos y sus consecuencias sobre el coeficiente de operaciones del mercado indican que, a fin de estimular la demanda de acciones, acaso no baste con reducir la imposición de las ganancias de capital (por oposición a una baja imposición de las acciones).

Brasil, 1980-2000

Antecedentes y datos

46. El Brasil es un país que interesa estudiar debido a las prolongadas dificultades con que ha tropezado para desarrollar sus mercados internos de valores. En 1980, la capitalización de la bolsa de San Pablo —la más grande del Brasil— era de sólo 16.354 millones de dólares, lo que representaba un magro 3,5% del PIB.

47. A partir de 1991, el mercado brasileño comenzó una fase lenta y sostenida de desarrollo, llegando a una cifra sin precedente de 34,6% del PIB para 1994. Tras una breve contracción, la capitalización bruta del mercado brasileño repuntó a 226.152 millones de dólares en 2000, cifra que colocó al mercado del Brasil en primer lugar

¹⁰ Los pagos de intereses fueron deducibles de los impuestos sobre las sociedades durante todo ese período.

entre las naciones de América Latina y en decimocuarto lugar en todo el mundo a la delantera de Singapur y la República de Corea.

48. Sin embargo, en términos relativos, la capitalización del mercado brasileño seguía representando tan sólo el 30,3% del PIB. Si bien esa capitalización casi duplicaba el nivel registrado en 1980, sólo era superior en 0,6% al promedio de capitalización/PIB de América Latina e inferior en 10,8% al promedio de todos los países de ingresos medianos combinados. Por lo tanto, a pesar de su crecimiento en los últimos 20 años, el mercado del Brasil es todavía un mercado relativamente subdesarrollado

49. En gran medida ello se puede plausiblemente atribuir a una oferta reducida e irregular de acciones en el mercado primario. Entre 1980 y 1990, sólo se echó de ver un aumento de 16,3% del número de acciones cotizadas en las bolsas del Brasil¹¹. Además, en tres años de ese período (1984, 1989 y 1990) se observó una declinación neta del número de compañías autorizadas a cotizar en bolsa. En el decenio de 1990 hubo una nueva contracción de la oferta, pues el número de compañías autorizadas a cotizar en bolsa se redujo en 11,0%¹². Estas cifras indican claramente que la utilización insuficiente de la financiación con acciones en el Brasil ha deprimido la oferta de acciones.

50. Durante ese período, la demanda de acciones fue relativamente elevada, pero quizás no fue estable. En el decenio de 1980, el coeficiente de operaciones de la bolsa de San Pablo osciló entre 34,3% y 74,4%, con la excepción de un colapso en la demanda en 1989, cuando cayó a sólo 17,9%. Incluso cuando se tiene en cuenta esta cifra atípica, el coeficiente de operaciones medio de todo el período fue de 43,9%. La demanda de acciones volvió a aumentar en el decenio de 1990, como lo ponen de manifiesto los constantes aumentos del coeficiente de operaciones a partir de la baja cifra registrada en 1989. Aunque los efectos de la crisis internacional de la deuda tuvieron un efecto restrictivo a finales del decenio de 1990, el coeficiente de operaciones registró un promedio de 50,2% durante el período, con un pico de 85,8% en 1997.

51. Por lo tanto, se podría decir que el factor a que se ha debido el lento desarrollo de los mercados bursátiles brasileños no ha sido tanto la demanda como la oferta reducida de acciones. En gran medida, ello se debe a una estructura tributaria deficiente, que ha obrado en desmedro de la financiación mediante la emisión de acciones. Seguidamente se expondrá la mecánica de esta situación.

Imposición de los valores financieros: factores de la demanda

52. Si bien la demanda de acciones ha sido uniformemente elevada, lo fue mucho más durante el decenio de 1990, como lo ponen de manifiesto los coeficientes de operaciones antes citados. Esta desconexión se deriva de las reformas del código tributario de 1989. Entre 1965 y 1989 sólo estuvieron desgravadas las acciones tenidas por más de cinco años; los demás valores de capital tributaron en calidad de rentas ordinarias. Análogamente, no existía una exención para las rentas en concepto de dividendos. Además, por cuanto los dividendos no estaban exentos del impuesto sobre la renta de las sociedades, ello daba lugar a una doble imposición de los ingresos en concepto de dividendos, con lo cual se aumentaba su tasa efectiva de imposición. Sin embargo, las reformas de 1989 redujeron significativamente la imposición de las

¹¹ Datos correspondientes a los mercados de valores de San Pablo y Río de Janeiro.

¹² San Pablo solamente.

ganancias de capital, pues redujeron las tasas de imposición de los dividendos y las ganancias de capital a sólo el 8% y eliminaron la doble imposición de los dividendos. Los efectos de estas reformas en la demanda se ponen claramente de manifiesto en el coeficiente de operaciones, cuya dinámica se sintetizó anteriormente y en el cuadro 5.

53. Se podría presumir que los inversores internacionales, sujetos a una imposición diferencial en relación con los residentes, fueron la causa de un alto porcentaje del aumento de la demanda de acciones en el decenio de 1990. Las únicas excepciones a la tendencia general de aumento de los coeficientes de operaciones ocurrieron en 1991 y 1995; ambos episodios se deben a reformas en la imposición de las ganancias de los extranjeros¹³. Las ganancias de capital de los inversores extranjeros estuvieron gravadas únicamente en 1990 y 1991 a razón de un 25% y un 15%, respectivamente. Además, en 1991, la tasa de imposición de las rentas de los extranjeros en concepto de intereses se redujo de 25% a 15%. Estas reformas están correlacionadas con la primera inversión de la tendencia del coeficiente de operaciones. La segunda inversión está correlacionada con las reformas de la imposición de los intereses y dividendos. Tras la contracción de 1995, cuando disminuyeron tanto la capitalización como la liquidez, las rentas de los extranjeros en concepto de dividendos, gravadas anteriormente a una tasa de 15%, quedaron exoneradas de impuestos. El coeficiente de operaciones aumentó inmediatamente en 13,3% y en 24,7% al año siguiente.

54. Aunque constituye una explicación plausible de las fluctuaciones en la demanda de acciones, esta evolución en modo alguno explica el limitado crecimiento del mercado brasileño. Cuando se examinan exclusivamente estas estadísticas de demanda, no se tiene evidencia suficiente para comprender esta dinámica. La imposición de las ganancias de capital fue uniformemente baja y las ganancias de capital nunca estuvieron gravadas a tasas superiores a las aplicables a los intereses. Además, la imposición de los dividendos se liberalizó progresivamente en el caso de los extranjeros no residentes. Por lo tanto, es evidente que la imposición no constriñó indebidamente la demanda de acciones en el Brasil, siendo posible que haya sido un factor de estímulo importante. Aunque se puede argumentar que las ganancias de capital deberían haber estado exentas de tributación, el argumento es especioso cuando se tienen en cuenta los coeficientes de operaciones, que fueron uniformemente elevados y crecientes. Por lo tanto, para explicar por qué la exención de las ganancias de capital fue insuficiente para facilitar por sí sola unos aumentos significativos de la capitalización, hay que tornarse al examen de los factores de la oferta.

Imposición de los valores financieros: factores de la oferta

55. En el decenio de 1980, el régimen tributario del Brasil aplicó una tasa efectiva de imposición de 46% a las rentas de las sociedades¹⁴. Si bien son elevados, estos impuestos por sí solos no parecen suficientes para explicar el limitado desarrollo del mercado de acciones del Brasil, habida cuenta de la elevada demanda mencionada *supra* y de la circunstancia de que Malasia, por ejemplo, tuvo una fuerte emisión de acciones en un régimen en el cual la imposición de las sociedades era de 39%. Sin

¹³ Se refiere a inversores institucionales domiciliados en los Estados Unidos.

¹⁴ Impuesto sobre la renta de las sociedades de 30%, impuesto federal de 10%, impuesto estatal de 5% y contribuciones sociales, menos subvenciones a la exportación. Véase Estache y Gaspar, pág. 321.

embargo, Malasia se benefició de una estructura tributaria neutra en relación con las obligaciones y las acciones, régimen este que brilló por su ausencia en el Brasil.

56. Como se señaló *supra*, el régimen tributario hasta 1989 favorecía la financiación con deuda¹⁵. El impuesto sobre los intereses pagaderos a personas físicas se retenía en la fuente y quedaba exonerado de la imposición sobre las rentas de las personas físicas. Este régimen, que no se aplicaba a la mayor parte de las rentas en concepto de acciones o dividendos, creó una distinción entre la tasa de rentabilidad postributaria de los proyectos financiados con cada uno de estos métodos. Los resultados de este régimen se observan tanto en el número reducido de nuevas sociedades que cotizan en bolsa en el Brasil como en los datos consignados en el cuadro 6, que reflejan la falta de interés en la financiación mediante emisión de acciones como fuente de capitalización de las sociedades.

57. El régimen tributario se revisó en 1989, cuando se estableció una tasa tributaria de 25% sobre las rentas en concepto de intereses y las tasas tributarias aplicables a las ganancias de capital y dividendos se redujeron a 8%. Tras esta reforma, la capitalización del mercado fue en aumento, pues las acciones pasaron a ser un valor más atractivo. Sin embargo, y ello es algo sorprendente, el número de acciones declinó con posterioridad a 1989, circunstancia que no condice con los pronósticos teóricos esbozados *supra*. Por lo tanto, a primera vista, este caso presenta un enigma relativo. Las acciones parecen tener un trato más favorable que las obligaciones y, sin embargo, la dimensión del mercado brasileño ha declinado en términos de las acciones disponibles. La respuesta a esta aparente paradoja radica en la naturaleza distorsionante de los incentivos tributarios brasileños.

58. Estache y Gaspar (2000) analizaron el efecto de los tres principales incentivos tributarios sobre las tasas marginales efectivas de imposición de la financiación con acciones y obligaciones en el Brasil, a saber: la depreciación acelerada, las subvenciones de exportación y los programas de desarrollo regional. Por cuanto no se los aplica de manera uniforme, estos incentivos tributarios alteran la naturaleza de la estructura impositiva en el Brasil y hacen que la imposición de los proyectos financiados con emisión de acciones sea superior a la imposición de los financiados con obligaciones. En particular, cuando se trata de inversiones en maquinaria, la tasa marginal de imposición sobre los proyectos financiados con acciones es superior a la aplicable a los proyectos financiados con obligaciones (68,1% contra 55,0%); en los demás proyectos, la diferencia es aún mayor, pues los proyectos financiados con acciones tributan al 60,4% y los financiados con obligaciones el 39,8%. El único caso en que no se produce esta situación es el de los incentivos de exportación; la estructura de este programa brinda mayores incentivos tributarios a los exportadores que recurren a la emisión de acciones, por oposición a los que utilizan el financiamiento con obligaciones. Además, la naturaleza de esta ventaja se acrecienta en función del porcentaje de las exportaciones dentro de las ventas totales. En consecuencia, sólo en el caso de las sociedades que venden más de la mitad de sus productos en mercados de exportación se grava a las emisiones de acciones a un tipo inferior. Las demás compañías reciben efectivamente una subvención a la deuda. Esta situación se sintetiza en el cuadro 7.

59. Estas comprobaciones encuentran corroboración en una encuesta de compañías a realizada por los autores. Los autores observaron que cuanto mayor el porcentaje

¹⁵ Véase Welch, pág. 107.

de ventas de exportación de la empresa, tanto más probable era que ésta recurriera a la emisión de acciones, por oposición a la financiación con obligaciones. Esta comprobación, junto con los cálculos de las tasas de imposición, indica que el régimen tributario brasileño, en verdad, causa distorsión en forma contraria a lo que cabría esperar cuando se examinan los tipos tributarios nominales. A la financiación con deuda se le conceden incentivos tributarios mayores que a la financiación con acciones, circunstancia que explica la baja oferta de títulos valores en los mercados primarios. Esta afirmación está claramente corroborada por la circunstancia de que sólo las empresas para las cuales los incentivos tributarios brasileños no invierten la naturaleza de las ventajas tributarias (esto es, las que exportan más del 50% de sus ventas) recurren grandemente a la financiación con emisión de acciones.

Resumen

60. El ejemplo del Brasil destaca el hecho de que la tributación que incide en la demanda y la oferta puede obrar en forma aislada en su influencia sobre el desarrollo de los mercados de valores. En particular, una baja imposición absoluta de las acciones puede aumentar la demanda, pero no la oferta, de acciones de capital. En consecuencia, una baja imposición de las ganancias de capital y de los dividendos puede acrecentar la liquidez y la capitalización del mercado, pero puede no aumentar el número de acciones disponibles. Para obtener lo segundo, es menester otorgar un régimen preferencial a la financiación con acciones, por oposición a la financiación con obligaciones. Para ello se requiere una baja imposición relativa y absoluta de las ganancias de capital. Por último, es imperativo que ninguno de los incentivos tributarios usados con ese fin altere la naturaleza fundamental de la estructura de los incentivos. En caso contrario, ello puede neutralizar los beneficios que puedan derivarse de la estructura impositiva nominal.

Resumen: experiencias relacionadas con la tributación y el desarrollo de los mercados bursátiles

61. Los ejemplos anteriores han destacado la enorme importancia que tiene la tributación en el desarrollo de los mercados bursátiles. En todos los países estudiados, tanto los inversores como las sociedades mercantiles han mostrado una fuerte propensión a modificar su comportamiento de inversión y financiación en función de las fluctuaciones en los rendimientos posttributarios. Por lo tanto, es evidente que, si bien los niveles absolutos de imposición pueden ser importantes, los tipos relativos de imposición desempeñarán una función mucho más determinante en la creación de mercados bursátiles amplios y líquidos. Hasta cierto punto es posible ignorar las distorsiones tributarias nominales, en la medida en que no se afecte la estructura fundamental de incentivos consagrada en las políticas tributarias. Por lo tanto, al establecer o reformar un programa tributario, los gobiernos de los países en desarrollo deben poner cuidado no sólo de gravar ligeramente las acciones y los beneficios de las sociedades, sino también de brindarles un trato preferencial en relación con la imposición de las obligaciones y las rentas de las personas físicas respectivamente. La imposición de las acciones debe ser baja hasta que los mercados hayan adquirido un grado significativo de madurez. En ese momento, la imposición de las ganancias de capital puede generar rentas fiscales importantes, sin que ello afecte seriamente la eficiencia de los mercados de acciones o la asignación del capital. Los gobiernos, asimismo, deben obrar con suma cautela a fin de no crear desincentivos

de tal entidad que o bien brinden un régimen preferencial para otros valores o disminuyan la demanda de acciones.

V. Imposición de los mercados financieros maduros

62. En teoría, toda imposición de las ganancias de capital disminuirá la demanda de acciones y, por lo tanto, reducirá tanto la capitalización como la liquidez del mercado. Ese efecto puede ser incluso más agudo cuando los países se encuentran en un proceso de profundización financiera. La disponibilidad de sustitutos de las acciones inducirá a los inversores a trasladar fácilmente su capital a otros valores que estén sujetos a una imposición más benigna, en respuesta ante cualquier aumento de la tributación. De resultados de ello, puede causar preocupación a los gobiernos la posibilidad de que, incluso después de desarrollados los mercados de acciones, su capacidad para general rentas fiscales por conducto de la imposición de las ganancias de capital sea sumamente limitada.

63. La demanda de acciones, sin embargo, tiene su origen, por un lado, en el deseo de los inversores de obtener rendimientos postributarios reales de cuantía elevada y, por el otro, en sus preferencias de liquidez. Los mercados bursátiles maduros están en perfectas condiciones de atender a esta última demanda. Por cuanto los mercados bursátiles maduros pueden brindar las ganancias líquidas que les interesan, los inversores están dispuestos a tolerar una reducción limitada de sus rendimientos postributarios a cambio de la seguridad implícita que ofrece un grado elevado de liquidez. Por lo tanto, los mercados bursátiles maduros pueden soportar un cierto nivel de imposición de las ganancias de capital sin experimentar por ello una pérdida significativa de capitalización, liquidez o eficiencia. Sin embargo, e incluso en estos mercados, una imposición de las ganancias de capital indebidamente elevada puede dar lugar al “círculo vicioso” antes expuesto: ante una gran reducción de los rendimientos, los inversores para los cuales la liquidez no sea un factor primario de impulso de la demanda comenzarán a vender las acciones que tengan en cartera. De esta manera disminuirán tanto la capitalización del mercado como las rentas fiscales generadas por el mercado financiero. Por lo tanto, los gobiernos deben encontrar una tasa de imposición que logre un equilibrio apropiado entre sus necesidades fiscales y las necesidades de liquidez y rendimientos de los inversores.

64. Las pruebas empíricas indican que esa tasa es de aproximadamente 20%. Autores como Rudiger Dornbusch y Christophe Chamely (2000) han señalado que, al aumentar la tasa de imposición financiera, la renta fiscal marginal disminuye. Basados en los datos de una encuesta de los mercados en desarrollo en África y Asia, estos autores observaron que, a niveles de 20%, las tasas tributarias comienzan a tener efectos muy grandes sobre la distribución de los valores y el rendimiento marginal de la imposición pasa a ser negativo. Ello significa que las tasas tributarias superiores al 20% a la vez producen pérdidas de eficiencia relativamente elevadas y son contraproducentes para la recaudación fiscal. Aunque este nivel a todas luces ha de variar con el grado de profundización financiera del país, la conclusión es evidente: que los mercados bursátiles toleran reducciones limitadas en las tasas de rentabilidad postributaria a cambio de una mayor liquidez. Sin embargo, una vez que las tasas tributarias pasan de niveles “mínimos”, la liquidez ya no será un factor suficiente para compensar a los inversores por la disminución de los rendimientos y la eficiencia se verá afectada. Los gobiernos que deseen gravar las acciones, por lo tanto, tendrán que determinar el grado de fungibilidad financiera en la economía y también

si este umbral del 20% subvalorará (o sobrevalorará) la disposición del inversor a tolerar mermas en los rendimientos.

VI. Conclusiones y otras consideraciones

65. Es importante observar que la política que se sugiere ha de ser sostenible tanto a corto como a largo plazo. Debido a que las rentas de la imposición del capital tradicionalmente aportan sólo un pequeño porcentaje de las rentas fiscales en los países en desarrollo, la desgravación de las ganancias de capital no debiera imponer condicionamientos presupuestarios importantes a largo plazo en estos países¹⁶. Además, si los gobiernos actúan con la debida moderación, y sólo comienzan a gravar las acciones después de que los mercados están en condiciones de soportar esa imposición, el desarrollo de los mercados bursátiles podría producir rentas fiscales importantes más adelante, a unos costos de eficiencia limitados, como ocurre actualmente en todos los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Por lo tanto, el sacrificio de rentas fiscales en el presente puede contribuir a impedir problemas futuros en la recaudación fiscal, a poco o ningún costo real.

66. Como última consideración cabe destacar que el análisis de la imposición sobre las transacciones bursátiles escapa al ámbito del presente análisis y, por lo tanto, no se ha incluido en el presente trabajo. Aunque la mecánica de estos impuestos es diferente, pueden estar sujetos a los mismos problemas teóricos expuestos *supra* respecto de las formas más “tradicionales” de imposición de las ganancias de capital. Al igual que los impuestos de retención en la fuente, los impuestos sobre las transacciones bursátiles imponen un costo a los inversores y, por lo tanto, reducen las tasas de rentabilidad postrIBUTARIA de las inversiones en acciones de capital. Ello da lugar al mismo tipo de problemas y hace correr el mismo riesgo de crear un círculo vicioso que el planteado por los impuestos que se han analizado en el presente trabajo. Por ende, los gobiernos debieran obrar con cautela si consideran que los impuestos sobre las transacciones bursátiles son una panacea para resolver el dilema entre recaudación fiscal y desarrollo que actualmente tienen ante sí. Sea cual fuere su forma, los impuestos crean desincentivos y, por lo tanto, los gobiernos harían bien en evitar la aplicación de estos impuestos en mercados bursátiles inmaduros cuya viabilidad pueda verse afectada por ese proceso.

¹⁶ Thirsk, pág. 60.