



Seminario de Procapitales discute hallazgos de un estudio de impacto:

Promoción del mercado de valores y exoneraciones tributarias

Con el objetivo de discutir la relevancia de las exoneraciones tributarias aplicadas a las rentas y ganancias de capital en el mercado de valores como herramienta de promoción de dicho mercado, así como dar a conocer los resultados de un estudio que evalúa su impacto en el mercado local, además de los alcances de las recientes modificaciones normativas a este respecto desde una perspectiva legal-tributaria, la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (Procapitales) realizó, el 23 de marzo de 2023, el seminario "Promoción del mercado de valores y exoneraciones tributarias", el cual se llevó a cabo de manera presencial y contó con 26 participantes.

Impacto de las exoneraciones tributarias

Alonso Segura, docente de la PUCP y exministro del Economía y Finanzas, y Julio Villavicencio, docente de la misma casa de estudios y *portfolio manager*, abordaron el tema de las exoneraciones tributarias como instrumento de promoción del mercado de valores y la participación de inversionistas *retail*, mostrando los resultados de un estudio en el que se analiza el impacto de dicho instrumento en el ámbito del mercado doméstico de renta variable en los últimos años.

Segura sostuvo que resulta difícil evaluar con precisión el impacto real de la exoneración tributaria sobre la liquidez del mercado accionario, pues esta se encuentra afectada por diversos factores exógenos. Más allá de ello, señaló que durante el período en que no hubo exoneración, la aplicación del impuesto, pese a ser una tasa reducida, tuvo un impacto negativo sobre la liquidez medida tanto por la presencia bursátil como por la rotación de acciones.

Argumentó que la normativa aplicable a la exoneración tributaria no debería cambiarse una y otra vez en periodos cortos de tiempo, ya que esto genera incertidumbre y resta predictibilidad regulatoria. Señaló que los incentivos para un determinado sector requieren de estabilidad en el tiempo; pese a ello, los umbrales para calificar la exoneración se han modificado repetidas veces, dificultando la evaluación del impacto por la aplicación de las exoneraciones. Destacó que el impacto sobre la presencia bursátil fue positivo en las empresas que contrataron formadores de mercado, a fin de mejorar su liquidez.

Cuando se habla de tratamiento tributario respecto a las ganancias de capital, indicó que no es posible encontrar un régimen uniforme aplicable a todos los países, sino diversos regímenes, tanto para países avanzados como emergentes (como sucede en la Alianza del Pacífico). También cuestionó un estudio del Fondo Monetario Internacional que recomendaba eliminar la exoneración, señalando que dicho estudio no había considerado las condiciones que diferencian a los mercados.

Segura aludió a la reciente prórroga de la

exoneración del impuesto a las ganancias de capital durante el ejercicio 2023. Al respecto, destacó algunos argumentos a favor de la permanencia de la exoneración. Primero, señaló que, respecto a sus pares de la Alianza del Pacífico, el mercado de capitales peruano tiene un menor grado de desarrollo y profundidad. Segundo, existe un limitado sacrificio fiscal que puede verse aminorado si los incentivos negativos de una mayor carga tributaria reducen aun más la profundidad de estos mercados. Tercero, existe una serie de condiciones adversas que el Perú viene enfrentando en los últimos años, como choques sucesivos derivados de la pandemia, inflación, alzas de tasas de interés, restricciones en el acceso al crédito, retiros de los fondos de pensiones (que ha reducido los portafolios de inversiones), entre otros.

Concluyó la primera parte de su intervención señalando que otro argumento a favor de la exoneración es la creciente participación de personas naturales en el mercado de valores en el último año, y la necesidad de crear una cultura de inversión en el mercado de capitales local como alternativa al mercado bancario tradicional, más aun dada la menor participación de inversionistas institucionales locales y extranjeros.

Por su parte, Julio Villavicencio explicó la metodología para el desarrollo del estudio y mostró sus principales hallazgos, señalando que se había utilizado como indicadores de la evolución de la liquidez la rotación de activos (i.e., volumen negociado sobre capitalización bursátil) y, por otro lado, la presencia bursátil. Anotó que ambas variables se redujeron sostenidamente durante la aplicación del impuesto (2010-2014), al tiempo que destacó que tras la introducción de la exoneración e incentivos para generar presencia bursátil, hubo una recuperación parcial en ambos indicadores durante dos años, aunque a partir de allí, hay trayectorias zigzagueantes.

El expositor recordó que la regla inicial para la exoneración, prevista para el subperíodo 2016-2018, estableció un umbral regulatorio de 15% para determinar la presencia bursátil de una acción (i.e., porcentaje de días hábiles de negociación en bolsa en los últimos 180 días, siempre que el monto diario sea mayor a 4 UIT).

Pero dicha regla solo se aplicó durante 2016, pues para el subperíodo 2017-2019, el umbral de presencia bursátil subió a 35%. Más tarde, para el subperíodo 2020-2022, se incrementó nuevamente dicho umbral para que sea aplicable la exoneración a 45%.

Villavicencio sostuvo que, para tener una estimación acertada del impacto de la exoneración, debe observarse otros factores que pueden influir sobre la liquidez de la bolsa. El estudio muestra evidencia de que el impuesto es una variable que tiene un impacto negativo sobre la liquidez una vez controladas variables tales como el desempeño de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y el riesgo país, aunque este impacto es menor que el teórico pues poco menos del 20% de la negociación la realizaban inversionistas institucionales (AFP) exonerados del impuesto.

Detalló que durante la vigencia del umbral de 35%, el impacto de la exoneración fue positivo para las acciones en general, lo que podría explicarse porque las acciones con presencia bursátil entre 15% y 35% ahora pertenecerían a este grupo. Agregó que se registró una caída modesta en la presencia bursátil de las acciones más líquidas. Respecto a la vigencia del umbral de 45%, el impacto negativo global no fue estadísticamente significativo, aunque las acciones medianas y altamente líquidas tuvieron un impacto positivo aunque modesto.

El expositor advirtió que un riesgo latente es la presión vendedora de los fondos de pensiones no solamente por los continuos retiros decretados legislativamente, sino también debido a una norma del regulador estableciendo límites al flotante que las AFP pueden tener, todo lo cual conlleva a la liquidación de posiciones. Planteó la delegación de esta cartera para que haya actores más pequeños que dinamicen la negociación de las acciones.

Sostuvo que, tras la salida de inversionistas institucionales, la participación de personas naturales residentes en el volumen negociado ha aumentado (de 18.6% en promedio en 2016-2020 a 29.2% a inicios de 2023), aunque no es posible saber si es un efecto temporal o un cambio más permanente, advirtiendo que cualquier cambio

en la norma de exoneración a las ganancias de capital tendría un impacto sobre estos inversionistas.

Por el lado de las empresas, el autor recomendó que una medida a tomar puede ser incluir formadores de mercado como guía para las inversiones, ya que no siempre habrá exoneraciones. El expositor concluyó indicando que la liquidez es una de las variables fundamentales para evaluar el grado de desarrollo de un mercado de valores, por lo que existen grandes retos pendientes en el mercado local.



Figuran de izq. a der.: Gerardo M. Gonzales (Procapitales), Julio Villavicencio (PUCP), Alonso Segura (PUCP) y Álvaro Arbulú (EY Perú)

A modo de conclusión, Segura retomó la presentación, señalando que la introducción del impuesto a las ganancias de capital tuvo un impacto negativo sobre la liquidez del mercado de valores, mientras que la exoneración vigente tiene un impacto favorable, aunque modesto. Resaltó que todos los países de Alianza del Pacífico mantienen esquemas tributarios preferenciales a las ganancias de capital, siendo el régimen preferencial peruano para personas naturales domiciliadas el más generoso; justificó tal situación dado que el mercado de capitales peruano es el menos desarrollado, profundo y líquido, por lo que resulta necesaria la permanencia de un régimen preferencial. Culminó señalando que los beneficios tributarios son insuficientes para desarrollar el mercado de capitales, por lo que resulta imprescindible una estrategia público-privada de mediano plazo para promover su desarrollo de manera sostenible.

Una mirada legal-tributaria

El socio líder del área de Tributación Financiera de EY Perú, **Álvaro Arbulú**, brindó unas reflexiones sobre las exoneraciones tributarias en el mercado de valores desde una óptica legal-tributaria. Así, sostuvo que la importancia de las exoneraciones se basa en que el Estado deja de recibir ganancias en aras de un beneficio mayor, que en este caso era aumentar la bursatilidad.

El expositor recordó que hasta el año 2009, existía una exoneración tributaria distinta, en la que todas las inversiones, sin condiciones, estaban exoneradas. Sin embargo, a partir de 2010, esta normativa se derogó y no tuvimos exoneración hasta muchos años después, aunque se tenía la opción de hacer un *step up* del costo tributario en la diferencia entre lo que se pagó realmente y la última cotización al cierre de 2009, siendo la lógica gravar la apreciación del valor a partir del cambio, y remarcó que esta figura no se ha considerado en la última exoneración tributaria, que ha dejado de regir para las personas jurídicas domiciliadas y no domiciliadas.

Respecto a los elementos que no han variado con la Ley N° 31662, publicada el 30 de diciembre de 2022 y que extiende la exoneración hasta el 31 de diciembre de 2023, Arbulú destacó que se mantienen los valores comprendidos, el límite del 10% o más de valores emitidos, y la exigencia de presencia bursátil. Entre las modificaciones introducidas, destacó, en primer lugar, que se han retirado de la exoneración a todas las personas jurídicas y solo se mantienen a las personas naturales domiciliadas, sociedades indivisas y sociedades conyugales domiciliadas o no domiciliadas, lo que incluye fondos de inversión y fideicomisos extranjeros como excluidos.

Otro cambio es que la exoneración aplicará solamente a las primeras 100 UIT de ganancias durante el ejercicio 2023, aduciendo que este es el umbral que tiene una persona de inversión promedio. Agregó que la inafectación a los fondos de pensiones y seguros de vida, por su naturaleza, se mantiene vigente.

En base a ello, el expositor señaló que hay que considerar cómo se aplican las reglas de la exoneración en Cavali, indicando que a través de

la bolsa es posible vender valores peruanos y extranjeros, siendo la exoneración aplicable únicamente para las enajenaciones en bolsa que califiquen como exoneradas, aunque advirtió que se tiene un tratamiento distinto para los valores peruanos y extranjeros en conjunto, en cuyo caso, el Ministerio de Economía y Finanzas ha señalado que primero se aplica la exoneración a los valores peruanos. Arbulú resaltó que en el caso específico de las sociedades conyugales que optaron por tributar como tal y que hayan comunicado dicha condición a Cavali, estas solo pueden aplicar la exoneración una vez, situación distinta a cuando se actúa como persona natural, ante lo cual cada uno de los cónyuges tendrá la exoneración de 100 UIT.

Otro de los puntos importantes que remarcó Arbulú fue la forma de regulación de la exoneración tributaria en las jurisdicciones de Alianza del Pacífico. En el caso de México, mencionó que las personas naturales domiciliadas locales no tienen exoneración por enajenaciones en bolsa, y que los no domiciliados cuentan con esta medida siempre y cuando exista un convenio de doble tributación; por tanto, esta medida puede aplicarse dado que el Perú tiene convenio de esta índole con México. En el caso de Chile, la exoneración se aplicaba antes a cualquiera que vendiera valores a través de bolsa con presencia bursátil, pero actualmente solamente se aplica a inversionistas institucionales que cumplan con la regla de bursatilidad. Por último, en Colombia inicialmente se pensaba eliminar totalmente la exoneración, pero finalmente se decidió mantener la exoneración por la enajenación de valores a través de bolsa siempre y cuando no se venda más del 3% de los valores emitidos.

El autor concluyó su presentación destacando el rol de agente de retención de Cavali, señalando que este no retiene a personas jurídicas domiciliadas, sino que lo hace a ganancias de capital obtenidas por enajenaciones realizadas a través de la BVL por no domiciliados o personas naturales. Asimismo, advirtió que es responsabilidad de cada inversionista enviar la comunicación sobre el costo computable a Cavali a través de su bróker local, y si no lo hace, Cavali está obligada a efectuar la retención aplicable a las ganancias de capital obtenidas en la enajenación. ■