

**2**

**SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO**



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

**DESARROLLO DE LAS  
EMISIONES DE EFECTOS  
DE COMERCIO EN CHILE**



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

Documento de Trabajo N° 2

Enero 2005

## **DESARROLLO DE LAS EMISIONES DE EFECTOS DE COMERCIO EN CHILE**

Vicente Lazén \*

Francisco Santibáñez \*\*

---

\* División de Estudios - Superintendencia de Valores y Seguros – Chile. [vlazen@svs.cl](mailto:vlazen@svs.cl). \*\* División de Estudios - Superintendencia de Valores y Seguros – Chile. [fsantiba@svs.cl](mailto:fsantiba@svs.cl). Agradecemos los comentarios y colaboración de Juan Carlos Thomas, Juan Carlos Ponce, Francisco Silva, Jorge Mastrangelo y Cristián Eguiluz. Cualquier error u omisión es de nuestra exclusiva responsabilidad.

*La Serie de Documentos de Trabajo es una publicación de la Superintendencia de Valores y Seguros que divulga trabajos de investigación realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate de temas sectoriales del mercado de capitales y de seguros, facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.*

*Los contenidos de los artículos publicados no representan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Valores y Seguros, siendo ellos de exclusiva responsabilidad de los autores.*

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>5</b>
<b>1 REGULACIÓN DE LOS EFECTOS DE COMERCIO</b>	<b>7</b>
1.1 REGULACIÓN LEGAL Y NORMATIVA	7
1.2 REGULACIÓN TRIBUTARIA	10
<b>2 MECÁNICA Y USO DE LOS EFECTOS DE COMERCIO</b>	<b>12</b>
<b>3 EVOLUCIÓN DE LA EMISIONES</b>	<b>15</b>
3.1 SÍNTESIS	15
3.2 TASAS DE COLOCACIÓN	18
3.3 PLAZOS DE EMISIÓN	20
3.4 USO DE LOS FONDOS	22
3.5 INVERSIONIS TAS	22
3.6 CLASIFICACIÓN DE RIES GO	22
3.7 RECAUDACIÓN TRIBUTARIA	24
3.8 EMISIÓN Y COLOCACIÓN	26
3.9 AGENTES COLOCADORES	26
3.10 LIQUIDEZ	28
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>30</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>32</b>

## RESUMEN EJECUTIVO

Doce años después de haberse llevado a cabo la última emisión de efectos de comercio en Chile, esta alternativa de financiamiento ha vuelto a adquirir importancia en el mercado. Durante el año 2003, se realizaron emisiones por un total de US\$ 426 millones, en tanto durante el año 2004 se colocaron emisiones por más de US\$ 747 millones. A diciembre del año 2004 se cuenta con un volumen de US\$ 572 millones de stock de deuda vigente.

El resurgimiento de los efectos de comercio se fundamenta principalmente en los cambios a la regulación efectuados por la reforma al mercado de capitales promulgada en el año 2001. Entre los cambios realizados, destaca la posibilidad de llevar a cabo emisiones por medio de líneas de emisión y el establecimiento de un tope al impuesto de timbres y estampillas que se debe pagar por las emisiones dentro de dicha línea. Ambas medidas han permitido a los efectos de comercio, representar una alternativa de financiamiento competitiva respecto a los créditos comerciales bancarios de corto plazo.

Los efectos de comercio han sido empleados tanto para necesidades de financiamiento temporal como para su uso periódico a través de una estructura “revolving”, especialmente tratándose de emisiones vinculadas a empresas de factoring.

La liquidez de este instrumento, estimada en base al volumen de transacciones, ha alcanzado un nivel razonable, similar a la liquidez que los instrumentos de deuda de corto plazo mantienen en el mercado bursátil.

Los emisores de efectos de comercio se pueden agrupar en tres clases: emisores corporativos, entidades financieras y empresas de factoring. Estas últimas han hecho un uso intensivo de los efectos de comercio liderando el mercado en cuanto al número de colocaciones, sin embargo las entidades financieras y corporaciones, han realizado las principales emisiones en cuanto al monto de ellas. Por su parte, el plazo ponderado de las emisiones se ha concentrado en torno a los 250 días. A su vez, ninguna colocación se ha efectuado por un plazo superior a 12 meses.

Debido al interés de los fondos de pensiones por estos instrumentos, las colocaciones han requerido de dos clasificaciones de riesgo, aún cuando la nueva regulación sólo exija una. Esta circunstancia también ha implicado que los cambios normativos en relación al mercado de inversionistas calificados, no hayan tenido repercusión sobre el mercado de efectos de comercio.

Los fondos mutuos de renta fija de corto plazo son los principales inversionistas de este tipo de instrumentos con algo menos de dos tercios de las colocaciones totales en sus carteras. Los fondos de pensiones en tanto, mantienen alrededor del quince por ciento de la deuda vigente.

Pese al progreso experimentado, subsiste el problema vinculado a la imposibilidad de emitir efectos de comercio en forma desmaterializada, debido al requerimiento de firma física por el parte del emisor. Este obstáculo será subsanado por medio de una reforma a la Ley del Mercado de Valores.

Este documento se estructura como sigue: en la primera parte se revisa la regulación aplicable a los efectos de comercio y su evolución. En la segunda parte, se analiza la mecánica de los efectos de comercio y su uso en el manejo de caja. En la tercera parte, se describe la evolución de las emisiones de efectos de comercio, en términos de volumen, tasas, plazos, clases de emisores y colocaciones entre otros aspectos.

# 1 REGULACIÓN DE LOS EFECTOS DE COMERCIO

## 1.1 Regulación legal y normativa

Los efectos de comercio son reconocidos legalmente como “títulos de deuda de corto plazo”<sup>1</sup> a través del título XVII de la Ley 18.045 del Mercado de Valores<sup>2</sup>. Este cuerpo legal los define como títulos de deuda con un plazo al vencimiento menor o igual a 36 meses. Dicha ley contempla explícitamente a los pagarés como alternativa de emisión de efectos de comercio y, aún cuando no los restringe a este tipo de instrumento mercantil, en la práctica, todas las emisiones de efectos de comercio se han efectuado en base a esta figura.

La razón de lo anterior se debe a que el pagaré es un instrumento expresamente normado a través de la Ley 18.092 sobre Letra de Cambio y Pagaré. Al procurar un marco legal para su emisión y funcionamiento, se otorga cierta seguridad jurídica a los inversionistas<sup>3</sup>. Esta situación hace que el pagaré sea un instrumento ampliamente utilizado y conocido en el mercado de capitales chileno. Es por esta razón que la regulación contenida en la Ley 18.045, se limita a definir el efecto de comercio, a precisar los requerimientos de información a los que deben someterse los emisores y a autorizar y definir la modalidad de línea de efectos de comercio.

Adicionalmente, la Superintendencia de Valores y Seguros ha impartido normas administrativas que complementan a las disposiciones legales. La más importante de ellas corresponde a la Norma de Carácter General 30, que establece la información que deben contener los prospectos y los requisitos de emisión para valores de oferta pública. En materia de efectos de comercio, esta norma dispone las materias mínimas que deben contener los prospectos de emisión y la información de carácter periódico que deben presentar sus emisores.

Tomando en consideración que por más de diez años no se habían realizado emisiones de efecto de comercio, en el año 2001, las autoridades optaron por modificar la regulación legal y tributaria de estos instrumentos. Fue así como la Ley 19.768, promulgada en noviembre de 2001, incorporó importantes cambios a la legislación vigente que se muestran en el cuadro 1.

---

<sup>1</sup> La ley emplea los términos “títulos de deuda de corto plazo” y “efectos de comercio” en forma indistinta, mencionándose ambas expresiones, las cuales, a su vez, son equivalentes al término “papeles comerciales” empleado en otros mercados de valores.

<sup>2</sup> Este título fue incorporado a través de la Ley 19.301 de 1994, pero con anterioridad a esta fecha, la misma ley ya reconocía la existencia de los efectos de comercio.

<sup>3</sup> La Ley 18.092 sobre Letra de Cambio y Pagaré establece las formalidades e indicaciones que deben contener estos instrumentos de crédito, así como las modalidades de emisión. Adicionalmente establece las obligaciones del emisor, reajustabilidad, procedimientos de endoso, avales y procedimiento de protestos. Asimismo, el Código de Procedimiento Civil, otorga mérito ejecutivo a los pagarés en tanto se cumplan ciertas formalidades, lo que implica que en caso de incumplimiento, el pago puede demandarse a través de un procedimiento ejecutivo, que es un juicio más resumido y simplificado.

**Cuadro 1. Modificaciones a la regulación de efectos de comercio originadas en la Ley 19.768**

Antes de Ley 19.768	Después de Ley 19.768
Se exigen dos clasificaciones de riesgo	Se exige sólo una clasificación de riesgo <sup>4</sup>
Emisiones sólo por montos fijos	Emisiones por monto fijo o línea <sup>5</sup>
Plazo no superior a un año	Plazo no superior a 36 meses <sup>6</sup>
Las emisiones de efectos de comercio no tenían un tratamiento tributario especial	Nuevo tratamiento tributario que permite pagar el Impuesto de Timbres y Estampillas sólo por el monto de la línea <sup>7</sup>

Tras la modificación a las leyes respectivas bajo el alero de dicha reforma, la Superintendencia modificó la Norma de Carácter General 30 en relación a la inscripción de los efectos de comercio con el fin de complementar las disposiciones de la ley.

En este sentido, dicha norma se perfeccionó al incluir excepciones o flexibilizaciones a los requerimientos de información tratándose de ciertas emisiones dirigidas a inversionistas calificados<sup>8</sup>. Tratándose de estas emisiones, basta con entregar un prospecto simplificado que contenga las características de la emisión y los antecedentes del emisor que éste estime conveniente. Adicionalmente, para emisiones en mercado de inversionistas calificados, no se requiere llevar a cabo clasificaciones de riesgo, así como no se exige que los estados financieros sean auditados y estandarizados de acuerdo al modelo FECU<sup>9</sup>.

Tratándose de colocaciones respecto a una línea que se haya registrada, la normativa permite que dicha colocación pueda llevarse a cabo en tanto el emisor cumpla con la entrega de los detalles de la emisión y las clasificaciones de riesgo respectivas, con sólo dos días hábiles de antelación al inicio del nuevo proceso de colocación. De esta manera, se garantiza una colocación más ágil, lo que es fundamental para aprovechar los escenarios favorables de tasas de interés de mercado.

Aunque la legislación no lo exige, la Norma de Carácter General 30 requiere una escritura pública en la cual el emisor se comprometa al pago de los valores. La finalidad de esta

<sup>4</sup> Modificó artículo 76° del Título XIV (“De la Clasificación de Riesgo”) de la Ley del Mercado de Valores

<sup>5</sup> Complementó artículo 131 del Título XVII (“De la Emisión de Títulos de Deuda de Corto Plazo”) de la Ley del Mercado de Valores

<sup>6</sup> Modificó artículo 131 del Título XVII (“De la Emisión de Títulos de Deuda de Corto Plazo”) de la Ley del Mercado de Valores

<sup>7</sup> Agregó artículo 2° bis, al Decreto Ley ° 3.475 sobre Ley de Impuesto de Timbre y Estampillas

<sup>8</sup> Con anterioridad, la Ley 19.705 del 2000, (“Reforma de Ley de Opas y Gobierno Corporativo”) modificó el artículo 8° de la Ley del Mercado de Valores, contemplando la existencia de mercados especiales donde la Superintendencia puede realizar exigencias menores para la emisión.

<sup>9</sup> El modelo FECU (Ficha Estadística Codificada Uniforme), involucra un formato y contenidos estandarizados para todos los emisores de valores de oferta pública, incluyendo antecedentes financieros y del negocio y sus respectivas notas aclaratorias.



escritura es la de contar con una herramienta adicional de certidumbre jurídica y formalidad, dado que se trata de una emisión de oferta pública. La escritura debe contener al menos los antecedentes relacionados con la emisión en cuestión.

Un problema que subsiste en torno a la regulación de efectos de comercio es la imposibilidad de emitirlos en forma desmaterializada, debido a que la Ley de Letra de Cambio y Pagarés requiere que los títulos sean firmados físicamente por el emisor. Adicionalmente, por el hecho de no encontrarse debidamente autorizado ante notario público, podría existir un cuestionamiento legal al mérito ejecutivo de un pagaré desmaterializado.

En el proyecto de ley de reforma al mercado de capitales (“Segunda Reforma al Mercado de Capitales”), actualmente en trámite legislativo, se modifica la Ley 18.045 con el fin de requerir escritura pública para las emisiones de deuda<sup>10</sup>. La Superintendencia de Valores y Seguros, mediante norma de carácter general, determinaría las menciones que contenga dicha escritura. Asimismo, se otorga mérito ejecutivo a los pagarés por el sólo hecho de cumplir con este requerimiento. Además se modifica la Ley 18.876 del Depósito y Custodia de Valores, en lo referente a emisiones desmaterializadas, estipulándose que para ningún título de crédito emitido en forma desmaterializada, se requerirían las formalidades o firmas que se exigirían de emitirse en forma material.

La eliminación del requisito de dos clasificaciones de riesgo, dispuesto por la norma de carácter general 30, no ha tenido efecto práctico, ya que todas las emisiones de efectos de comercio han tenido dos clasificadoras de riesgo. El motivo de esta situación viene dado por el requerimiento impuesto por el Decreto Ley 3.500, en relación a la inversión en instrumentos de renta fija, por cuanto exige dos clasificaciones de riesgo (adicionales a la otorgada por la Comisión Clasificadora de Riesgo). Los emisores de efectos de comercio buscan contar con los fondos de pensiones entre sus inversionistas, por lo cual la regulación de AFP es dominante en este sentido.

Similar situación ocurre con los menores requisitos de información requeridos para emisiones dirigidas a inversionistas calificados. Aún cuando los fondos de pensiones figuran como tales, de acuerdo a la definición dispuesta en la Norma de Carácter General 119, estas disposiciones son incompatibles con las exigidas por su propia regulación.

---

<sup>10</sup> En cierta manera es la misma escritura que está siendo exigida en la Norma de Carácter General 30.

## 1.2 Regulación tributaria

La emisión de efectos de comercio, al igual que el resto de los créditos intermediados en el sistema financiero, está afecta al pago del impuesto de timbres y estampillas<sup>11</sup>. A los efectos de comercio, así como los bonos y otros créditos documentados, se les aplica una tasa máxima de 1,608% sobre la emisión<sup>12</sup>.

Uno de los principales impedimentos para el desarrollo de las emisiones de efectos de comercio hasta la reforma al mercado de capitales del año 2001, estaba dado por la desventaja que éstos tenían respecto de los créditos bancarios debido a su tratamiento tributario. Los créditos comerciales bancarios a través de pagarés, pueden ser renovados, con las mismas o diferentes condiciones de tasa y plazo y el impuesto máximo a pagar a través de esta operación corresponde a la tasa máxima del impuesto de timbre y estampillas por el monto del crédito. Con anterioridad a la promulgación de la Ley 19.768, esta estructura de “revolving” era tributariamente superior a la de los efectos de comercio, ya que en el caso de financiarse a través de efectos de comercio, se debería haber pagado el impuesto nuevamente, cada vez que se hubiera hecho la emisión para repagar el anterior crédito.

Al reconocer la figura de línea de emisión, la reforma a Ley de Impuesto de Timbres y Estampillas, dispuso el pago del mencionado impuesto sobre el monto total de dicha línea, independientemente del número y monto total de las emisiones con cargo a ella.

La forma en que opera esta línea es la siguiente: una vez que se ha realizado una o más emisiones de efectos de comercio cuyo monto acumulado sea igual al establecido en la línea de emisión, no se paga el impuesto de timbres y estampillas por las posteriores emisiones de una línea. Esto significa que se pagará un monto máximo de impuesto equivalente al valor del monto de la línea multiplicado por la tasa máxima del impuesto de timbres y estampillas.<sup>13</sup>

Tratándose de un mecanismo de financiamiento en donde se emite nueva deuda con el fin de pagar la anterior, al momento de vencimiento de ésta última (estructura tipo “revolving”), el tratamiento tributario de los efectos de comercio con respecto a los créditos comerciales es idéntico. Sin embargo, tratándose de financiamiento temporal, las modificaciones tributarias le han dado una ventaja al financiamiento a través de efectos de comercio, ya que la línea de efectos de comercio funciona con “memoria”. Esto significa que durante toda la vigencia de la línea de efectos de comercio el monto de impuesto pagado tiene un límite, el que viene dado por la aplicación de la tasa máxima del impuesto de timbres y estampillas al monto total de la línea, lo que no ocurre tratándose de los créditos comerciales con pagarés.

---

<sup>11</sup> Decreto Ley 3.475, de 1980, sobre Impuesto de Timbres y Estampillas

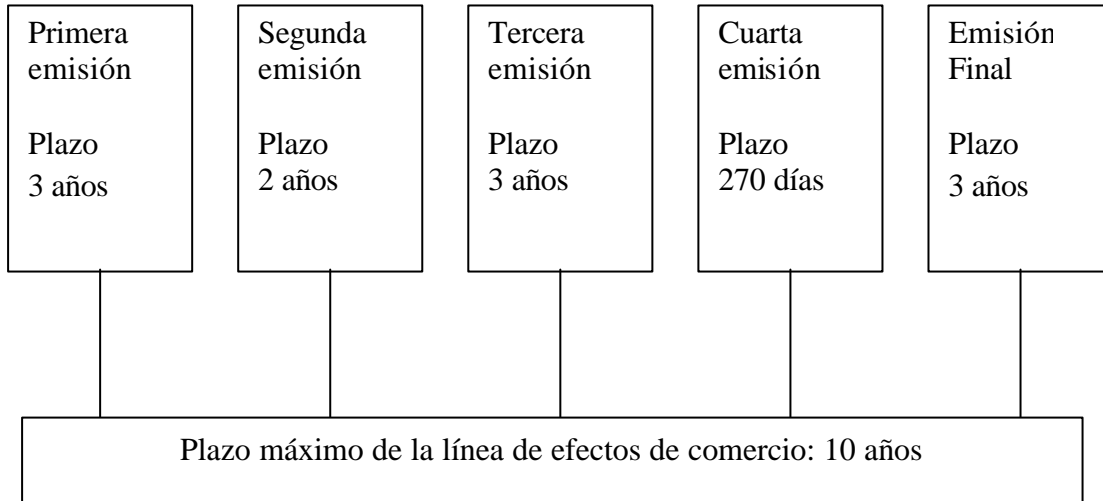
<sup>12</sup> Se paga 0,134% por mes de vigencia hasta completar dicha tasa máxima.

<sup>13</sup> Artículo 2° bis, Decreto Ley 3.475

No obstante, los efectos de comercio están sujetos a costos adicionales de emisión dados por la inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia, el requisito de clasificación de riesgo, de auditoría y legales para la elaboración de la información continua requerida y los propios de la colocación (cobrados por el agente colocador).

## 2 MECÁNICA Y USO DE LOS EFECTOS DE COMERCIO

El siguiente diagrama ejemplifica la utilización que se puede dar a una línea de efectos de comercio. En este caso, se trata de una línea hipotética de 10 años plazo, con cargo a la cual se llevan a cabo cinco emisiones.



Ejemplo: Línea inscrita por un monto de \$500 millones
Primera emisión (año 0) \$250 millones a 3 años Impuesto 1.608% * 250 millones
Segunda emisión (año 1) \$250 millones a 2 años Impuesto 1.608% * \$250 millones
Tercera emisión (año 3) \$250 millones a 3 años Impuesto 0
Cuarta emisión (año 6) \$500 millones a 270 días Impuesto 0
Quinta emisión (año 10) \$500 millones a 3 años Impuesto 0

El ejemplo ilustrado muestra el perfeccionamiento tributario y la mayor simplicidad de las emisiones a través de líneas de efectos de comercio. Tal como la ley señala, el impuesto se paga una sola vez por el monto total de la línea inscrita. En el ejemplo, las dos primeras emisiones suman un monto equivalente a la línea inscrita, que además, fueron de un plazo superior a un año, por tanto pagaron la tasa máxima del impuesto de úmbres y estampillas (1,608 %). En consecuencia, la tercera emisión ya no está afectada al pago de impuestos.

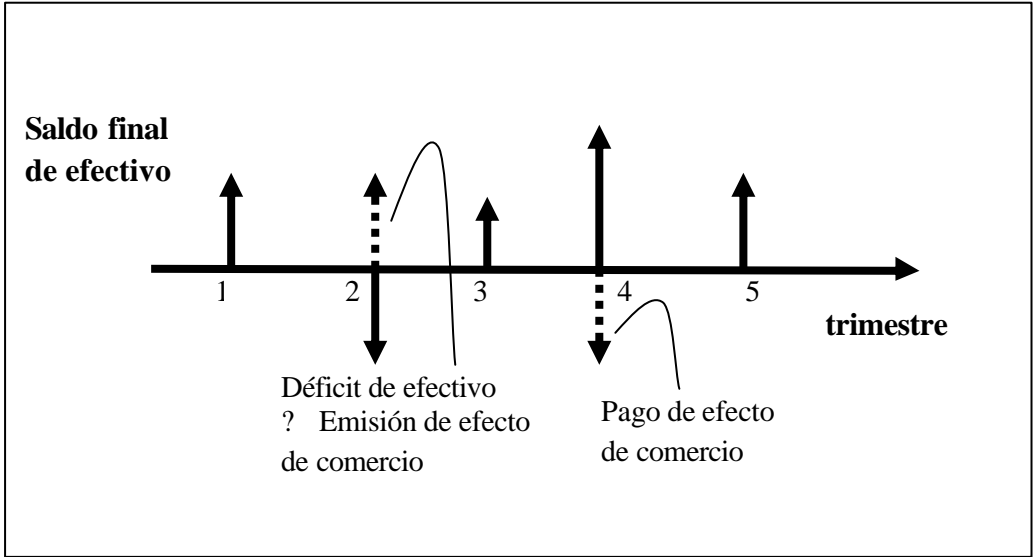
Es importante hacer notar que la tercera emisión fue de un monto equivalente a \$250 millones, no pudiendo superar dicha cifra, ya que todavía existían emisiones vigentes por otros \$250 millones. Sin embargo, la ley autoriza a realizar una emisión en exceso del monto de la línea, solamente diez días antes del vencimiento de una emisión vigente, siempre y cuando su finalidad consista en el refinanciamiento de dicha emisión vigente.

Finalmente, se puede realizar una emisión al término de la duración de la línea. En el ejemplo mostrado, durante el último año de vigencia de la línea se emiten \$500 millones a un plazo de 3 años. En este caso, la extinción de los efectos de comercio se producirá fuera del plazo máximo de duración de la línea.

Las emisiones de líneas de efectos de comercio han representado una alternativa a los créditos comerciales bancarios. Estos últimos también se perfeccionan por medio de la figura de pagarés, teniendo la calidad de renovables y transferibles, y usualmente se llevan cabo a través del pago del capital al vencimiento (estructura bullet) o bien se colocan con descuento sobre su valor nominal.

Tanto los créditos bancarios como los efectos de comercio, resultan adecuados para el financiamiento a corto plazo. Tratándose de financiamiento temporal, los flujos de caja pueden ser ejemplificados de acuerdo a la figura 1. En este caso, una sociedad enfrenta un déficit de efectivo en el trimestre 2, el cual es cubierto a través de la emisión de efectos de comercio. El pago del capital más intereses se llevan a cabo en el trimestre 4.

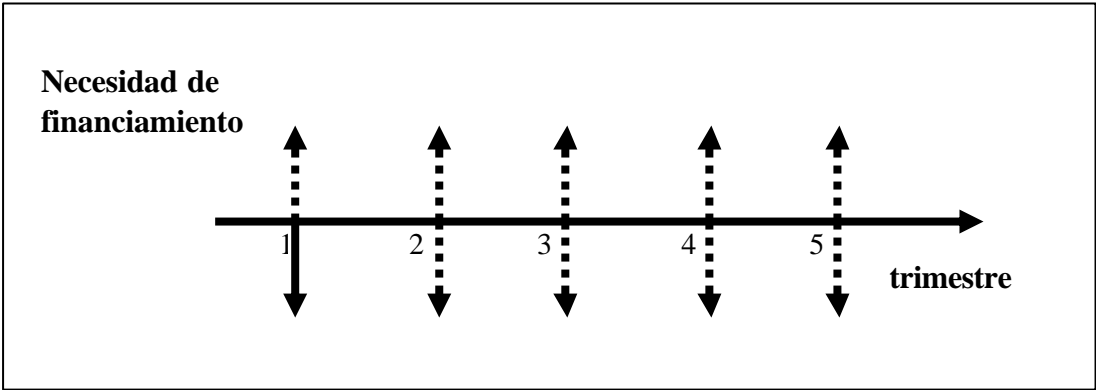
**Figura 1. Alternativa de financiamiento temporal**



Otra forma de uso del financiamiento a corto plazo, corresponde al mecanismo de revolving. Bajo este esquema, la sociedad financia una necesidad de caja a través de una emisión en el primer trimestre. Una vez cumplido el plazo, se emite un nuevo efecto de comercio con el fin

de repagar la deuda inicial, y así sucesivamente. El esquema tipo revolving no implica necesariamente que el emisor cubre un déficit de efectivo indefinidamente. Usualmente no existe dicho déficit de efectivo, sino que se emplea este mecanismo con el fin de calzar las condiciones de financiamiento de activos con el pago de pasivos, en términos de plazo y tasas, de acuerdo a la variación en las condiciones del mercado financiero. Esta modalidad es más común en emisores financieros.

**Figura 2. Alternativa de financiamiento revolving**



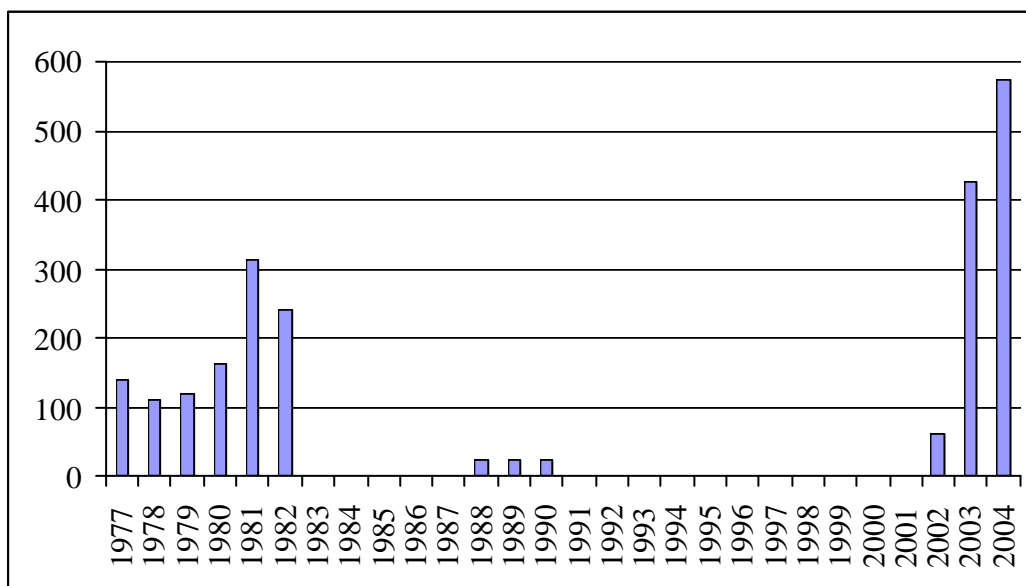
### 3 EVOLUCIÓN DE LA EMISIONES

#### 3.1 Síntesis

Existe registro de emisiones públicas de efectos de comercio desde el año 1977. Como muestra el gráfico 1, para 1981 existían más de US\$ 300 millones de deuda vigente en este tipo de instrumento. Desde entonces y hasta principios de la década del noventa, no se llevaban a cabo clasificaciones de riesgo, de manera que la determinación de la solvencia del emisor corría por cuenta de los propios inversionistas<sup>14</sup>. La crisis económica de 1982, cerró el acceso a financiamiento vía efectos de comercio por un largo período, como consecuencia de que en la práctica el cien por ciento de los emisores se declararon en quiebra. A fines de la década de los ochenta, se realizaron algunas emisiones, sin embargo, el mayor costo relativo de las emisiones respecto al crédito bancario, no pudo ser compensado con mejores condiciones de financiamiento. La inexistencia de clasificaciones de riesgo, la desafortunada experiencia de inicios de la década y la falta de participación de inversionistas institucionales, implicó un costo en términos de rendimiento exigido considerablemente más alto que el crédito bancario.

El gráfico 1 muestra que a diciembre del año 2003 existían US\$ 427 millones de deuda vigente en efectos de comercio, en tanto a diciembre del año 2004 este indicador fue de US\$ 572 millones.

**Gráfico 1. Evolución histórica stock de deuda vigente en efectos de comercio**  
(1977- 2004, en millones US\$ al 31 de dic. de cada año)

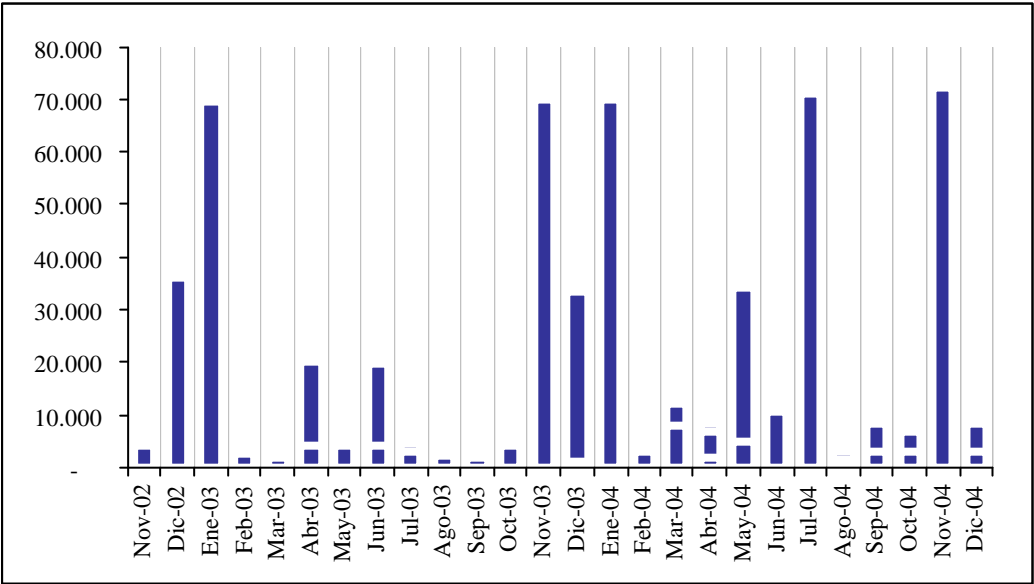


<sup>14</sup> La Ley 18.660 de 1987, creó la figura de clasificadoras de riesgo privadas e incorporó la clasificación obligatoria de las emisiones de títulos de deuda.

Con posterioridad a la reforma legal del año 2001, las primeras inscripciones de efectos de comercio en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, se realizaron en octubre del año 2002 por las sociedades Factotal y Factorline. Las colocaciones respectivas de valores, por parte de ambas entidades, se llevaron a cabo en noviembre del mismo año.

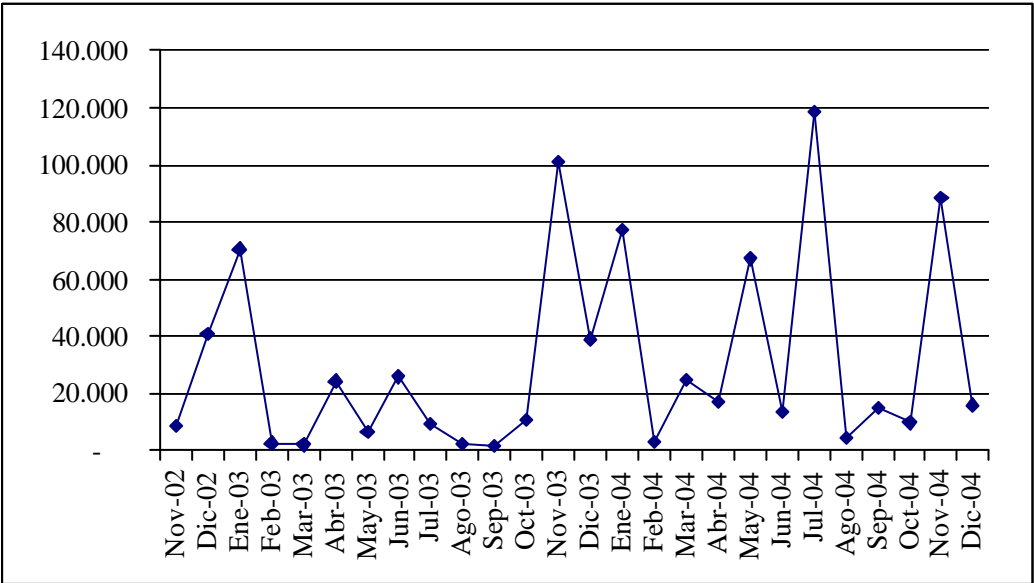
En términos de colocaciones mensuales, el gráfico 2 muestra la evolución mensual de las colocaciones individuales. El gráfico 3, en tanto, muestra el total de colocaciones llevadas a cabo en cada mes.

**Gráfico 2. Evolución mensual de las colocaciones individuales \***  
(en millones CH\$ corrientes)



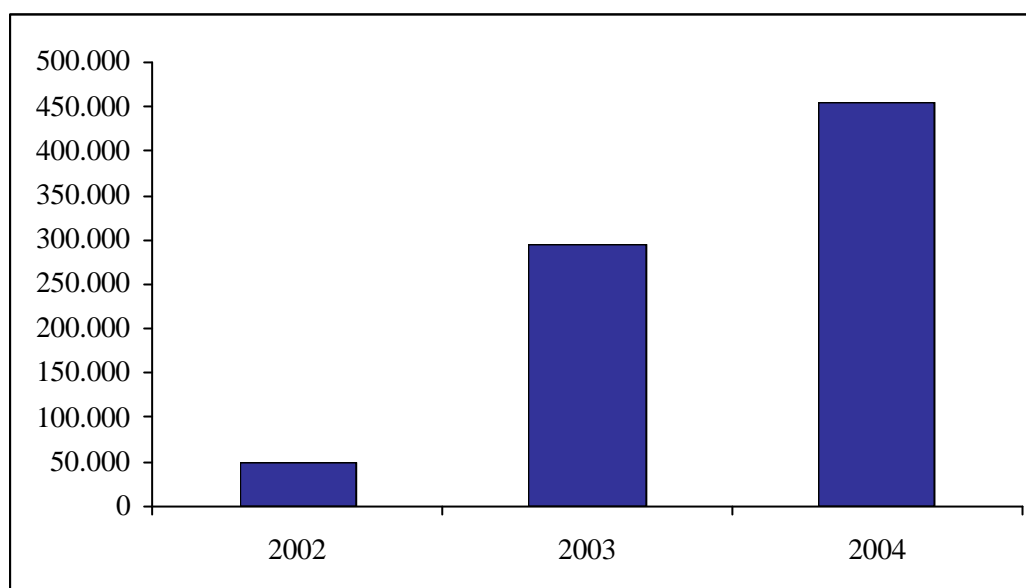
\* Cada barra separada por espacios muestra una colocación dentro del mes.

**Gráfico 3. Evolución mensual de las colocaciones totales por mes**  
(en millones de CH\$ corrientes)





**Gráfico 4. Evolución anual de las colocaciones totales**  
(en millones CH\$ corrientes)



Al observar las cifras anuales de colocación, es destacable el sostenido crecimiento experimentado por las emisiones de efectos de comercio. Durante noviembre y diciembre del año 2002 fueron colocados \$ 49.211 millones (US\$ 71 millones). Durante el año 2003, el total de colocaciones alcanzó a \$ 295.058 millones (US\$ 426 millones)<sup>15</sup>, mientras que durante el año 2004 las colocaciones totalizaron \$ 455.321 millones (US\$ 747 millones). Los altos montos reflejan el éxito que ha tenido la mencionada reforma a la legislación del mercado de capitales, lo que no sólo ha beneficiado a las empresas que han realizado emisiones sino a los inversionistas institucionales, que ahora cuentan con nuevas oportunidades de inversión.

Como se observa en el cuadro 2, 11 emisores se han financiado a través de efectos de comercio, de los cuales 6 pertenecen al sector no financiero y 5 al sector financiero. De este último sector, 3 emisores corresponden a entidades de factoring.

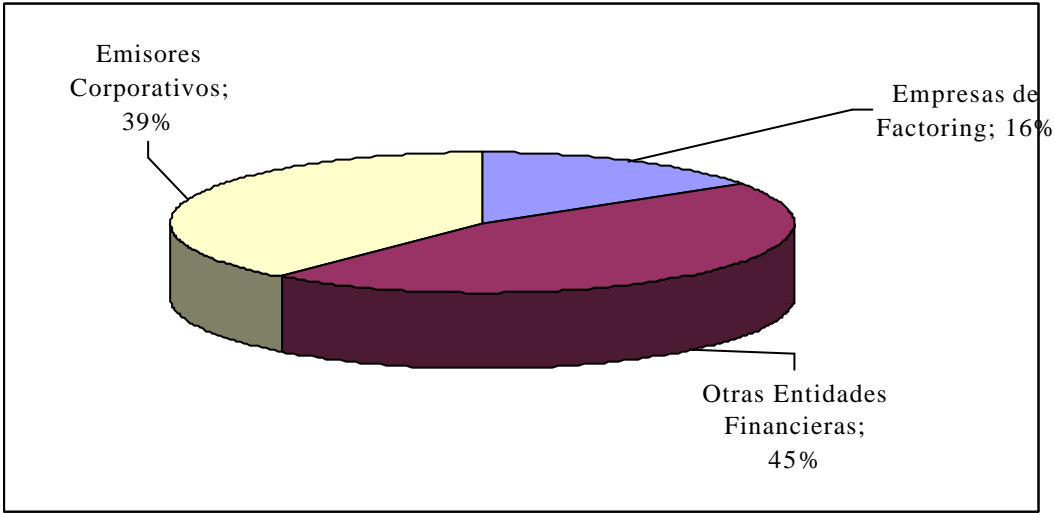
**Cuadro 2. Emisores de efectos de comercio desde año 2002**

Emisores corporativos	Empresas de factoring	Otras entidades financieras
Antarchile	Eurocapital	Santander
Besalco	Factorline	Bicecorp
CGE	Factotal	
CTC		
D&S		
Gasco		

<sup>15</sup> Empleando el tipo de cambio promedio de cada año (\$691,4 para el año 2003 y \$609,5 para el año 2004)

La división en tres grupos de los emisores de efectos de comercio se realiza para distinguir las diferentes necesidades de financiamiento y clase de negocio. Como se observa en el gráfico 5, en términos de montos colocados, los emisores corporativos, desde el año 2002 han emitido \$ 311.611 millones en efectos de comercio (39% del total). Otra clase de emisores se refieren a las empresas de factoring, con un total de emisiones de \$ 126.220 millones (16% del total). Estos emisores son los más activos en cuanto a frecuencia de colocaciones, cuya finalidad consiste en financiar la adquisición de activos para el ciclo de negocio. Finalmente existen dos emisores, categorizados como “otras entidades financieras”, que han colocado \$ 361.710 millones (45%). Este grupo está representado, básicamente, por Santander Agente de Valores, cuyas necesidades se centran en el financiamiento de operaciones de compra y venta de activos de corto plazo.

**Gráfico 5. Composición del monto colocado según clase de emisor**  
(Período noviembre 2002 - Diciembre 2004)



Al analizar la composición de las colocaciones, se puede observar que los principales montos de las colocaciones han sido realizados por sociedades distintas a las de factoring. Sin embargo, en cuanto a número de colocaciones, las sociedades de factoring han sido las principales emisoras de efectos de comercio. Destaca así mismo, el abultado monto de colocaciones que ha realizado Santander Agentes de Valores, ya que representa un 44% sobre el total, correspondiendo a tan sólo 5 colocaciones.

### 3.2 Tasas de colocación

Si se analizan las tasas y plazos de las emisiones, se puede observar que las tasas exigidas a las compañías de factoring son claramente superiores que aquellas exigidas al resto de los emisores. En general se observa que las tasas aplicadas a los emisores corporativos son las más bajas, lo que podría tener su origen en el mayor respaldo financiero que poseen y en el uso temporal que dan a este tipo de financiamiento. Al contrario, las tasas más altas de las

compañías de factoring reflejan las mayores exigencias de los inversionistas, puesto que sus clasificaciones de riesgo son menores (la mejor clasificación es BBB).

**Cuadro 3. Tasas de las emisiones de efectos de comercio según plazo\***  
(período noviembre 2002 - diciembre 2004)

	Tasa menos de 180 días	Tasa igual o mayor 180 días
Empresas de Factoring	0,33%	0,41%
Otras Entidades Financieras	0,27%	0,33%
Emisores Corporativos	0,24%	0,28%

\* Tasas nominales a 30 días

Las primeras colocaciones, a fines del año 2002, se llevaron a cabo con un spread de más de 100 puntos base<sup>16</sup> sobre la tasa TAB nominal anual, siendo éste el caso de un emisor con clasificación de riesgo igual o menor a BBB (al que hemos denominado “no prime”). Si analizamos el comportamiento de las tasas de colocación de un emisor “no prime” y la tasa TAB correspondiente al respectivo plazo de emisión (ver gráfico emisor “no prime”), podemos apreciar que existe un spread que ronda entre 12 y 140 puntos base en términos de tasa nominal anual (alrededor de 1 y 13 puntos bases en tasas nominales a 30 días). A su vez, las alzas y bajas se deben a las condiciones de liquidez presentes en el mercado al momento de realizar la colocación. El promedio de puntos base sobre la TAB, para un emisor “no prime” corresponde a 5,5 puntos base, en términos de tasa nominal a 30 días.

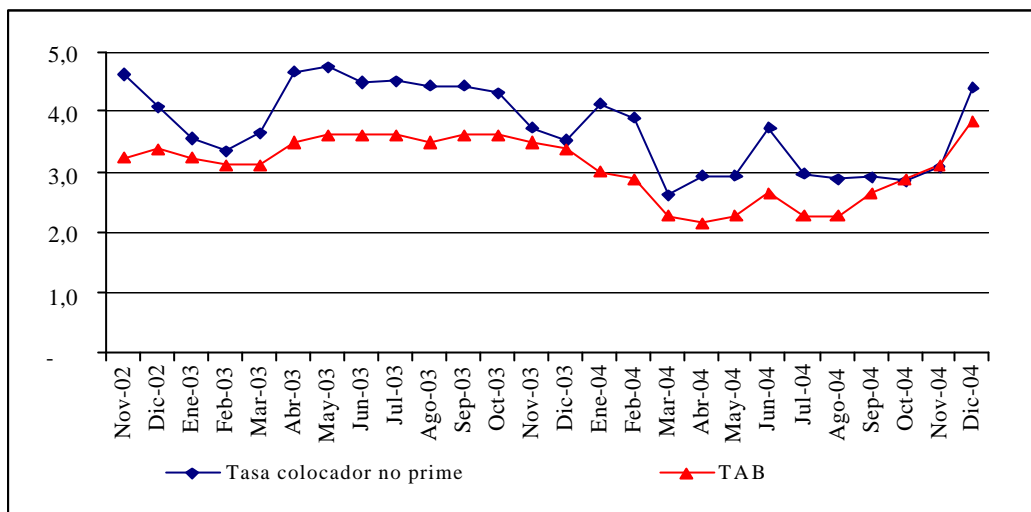
Por otro lado, si observamos el gráfico que compara a las tasas de colocación de un “emisor prime” (en el caso estudiado, éste cuenta con una clasificación de AA/N-1) y la TAB respectiva, podemos apreciar que la primera colocación tuvo un spread positivo respecto a la TAB, sin embargo esta situación se revierte en las siguientes colocaciones. De tal forma, las colocaciones se han estado realizando a una tasa similar a los depósitos bancarios.

La diferencia que se aprecia entre el emisor “prime” y el emisor “no prime” con relación al spread pagado sobre la tasa TAB, tiene su origen en la disímil clasificación de riesgo que poseen ambas empresas. Sobre tal aspecto, podemos apreciar que los emisores corporativos, que poseen clasificaciones de riesgo de nivel N1 o F1, se financian a tasas similares a los depósitos a plazo bancarios y por tanto tiene un diferencial negativo respecto a la TAB. Por otra parte, las empresas “no prime”, de factoring principalmente, que tienen una clasificación N2 o F2, se financian a tasas superiores a la TAB, aún cuando esta brecha ha tendido a reducirse durante el año 2004.

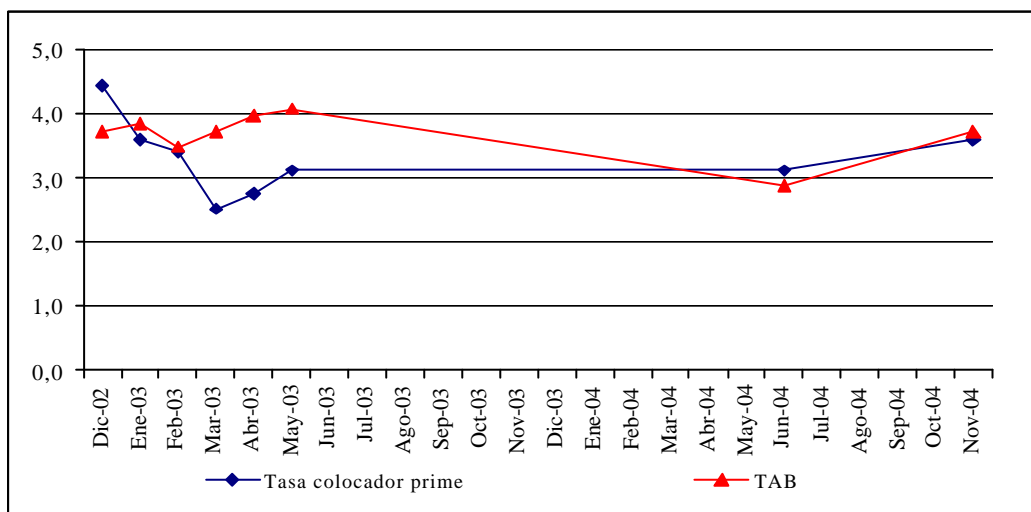
<sup>16</sup> Un punto base equivale a 0,01%, de manera que 100 puntos base equivale a 1%.

## Gráfico 6. Trayectoria de tasas efectos de comercio y tasa TAB

Emisor no prime



Emisor prime



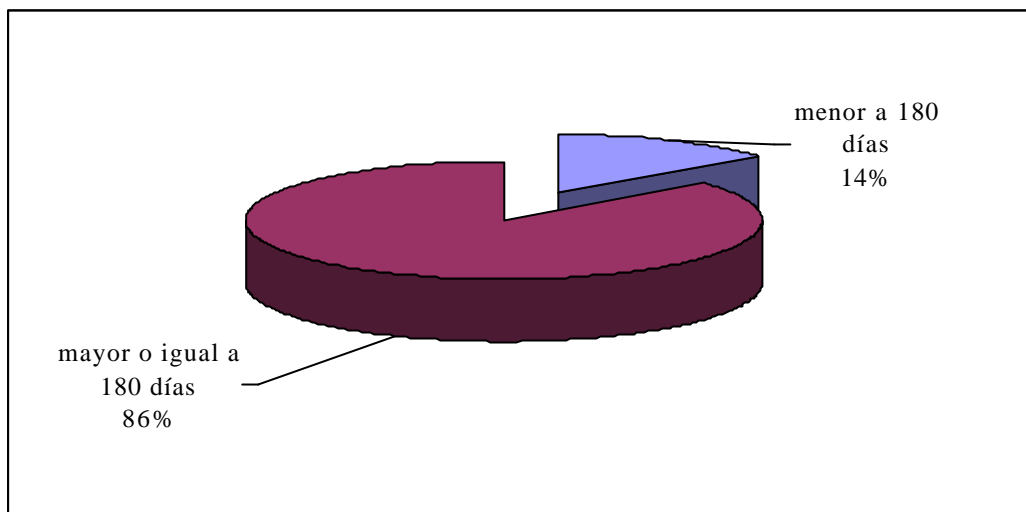
Tasas nominales a 360 días en base a tasas TAB de plazo similar al plazo de emisión del efecto de comercio. Fuente: Elaboración propia en base a información SVS y Asociación de Bancos e Instituciones Financieras

### 3.3 Plazos de emisión

En términos de plazo al vencimiento, se puede observar que el plazo promedio ponderado de las colocaciones ha sido de 285 días, en tanto el promedio simple ha sido de 212 días<sup>17</sup>. El gráfico 7 indica que la mayoría de las colocaciones se ubican en un plazo superior a 6 meses (86%).

<sup>17</sup> Este plazo promedio al vencimiento en Chile es relativamente largo. A modo de ejemplo, en Estados Unidos la madurez promedio es de 30 a 35 días. Ver Kahn, Thomas K. "Commercial Paper". The Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* Volume 79/2 Spring 1993.

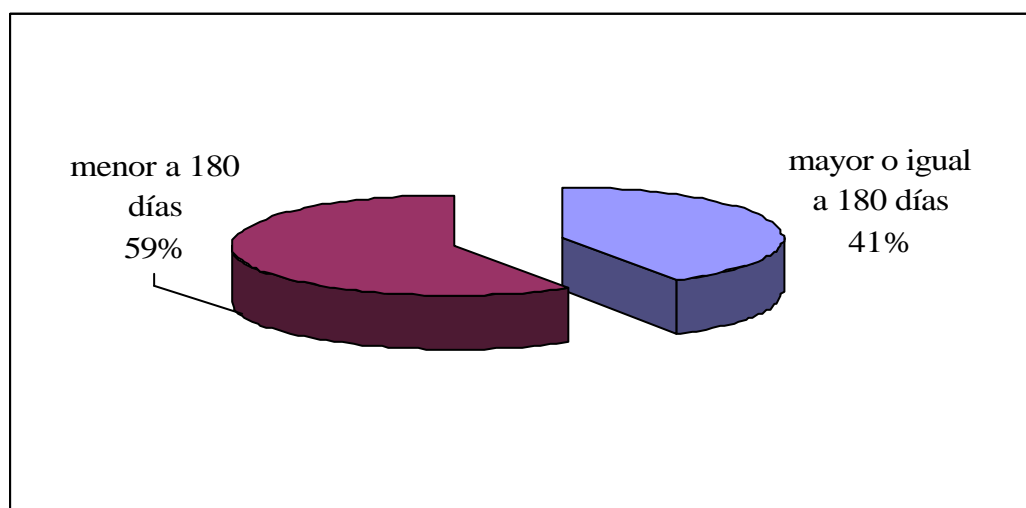
**Gráfico 7. Composición del volumen colocado según plazo**  
(período noviembre 2002 - Diciembre 2004)



Los emisores corporativos utilizan plazos usualmente superiores a 180 días, generalmente cercanos un año, lo que refleja las características propias de sus negocios, donde el uso de efectos de comercio tiende a suplir necesidades temporales de liquidez.

Otro aspecto de interés es que ninguna emisión ha sido por un plazo superior a 365 días, pese a que la ley permite emisiones de efectos de comercio de hasta 36 meses de plazo. La razón podría encontrarse en el hecho que el Decreto Ley 3.500, sólo autoriza la inversión por parte de los fondos de pensiones, en efectos de comercio con plazo al vencimiento no superior a un año<sup>18</sup>.

**Gráfico 8. Composición de las emisiones por plazo según número de operaciones**  
(período noviembre 2002 - diciembre 2004)



<sup>18</sup> Ver Decreto Ley 3.500, art. 45°, letra j).

### 3.4 Uso de los Fondos

Los emisores corporativos utilizan básicamente las emisiones de efectos de comercio para financiar las operaciones a corto plazo de la compañía. Debido a los bajos costos de estas emisiones, se han convertido en una fuente atractiva de financiamiento.

Las empresas de factoring, en tanto, están utilizando las emisiones para diversificar sus pasivos e incrementar las operaciones de su negocio, a través de un mayor volumen de colocaciones. El vencimiento promedio de los activos de las empresas de factoring es de 60 días.

### 3.5 Inversionistas

Los tenedores de efectos de comercio están compuestos principalmente por inversionistas institucionales (bancos, AFP, compañías de seguros, intermediarios de valores y fondos mutuos). Como se comentó anteriormente, el efecto de comercio es un sustituto muy cercano a los depósitos a plazo bancarios, en términos de rendimiento, riesgo y plazo.

El cuadro 4 muestra los principales inversionistas de efectos de comercio. Los fondos mutuos y los fondos de pensiones, son los mayores inversores concentrando más del 77% del total de la deuda vigente en agosto del año 2004. Esta situación es razonable que se mantenga en el tiempo, por cuanto los cortes para invertir en efectos de comercio son bastante altos, lo que impide a inversionistas más pequeños poder acceder a ellos.

#### **Cuadro 4. Montos de inversión según inversionista.**

(a Agosto 2004) (en miles de CH\$ corrientes)

	Monto Inversión	Inversión % Total
Fondos Mutuos	218.972.984	63,13%
Fondos de Pensiones	50.368.030	14,52%
SubTotal Institucionales	269.341.014	77,65%
Otros	77.539.431	22,35%
Total Deuda Vigente Agosto 2004	346.880.445	100,00%

### 3.6 Clasificación de riesgo

Actualmente existen tres clasificadoras autorizadas Feller-Rate, Fitch y Humphrey's, las cuales han clasificado a los emisores corporativos, de factoring y agentes de valores, que han emitido efectos de comercio en Chile.

Como fue comentado en la segunda sección, todas las colocaciones efectuadas han contado con dos clasificaciones de riesgo, con la finalidad de resultar elegibles para la inversión por parte de los fondos de pensiones chilenos. Asimismo, todas las clasificaciones de las emisiones han tenido una clasificación mayor o igual a N-2, lo que ha permitido que puedan invertir los fondos de pensiones.

Efectivamente, como muestra el cuadro 5, todas las emisiones han recibido grados de clasificación que les permiten ser objeto de inversión de los fondos de pensiones (el Decreto Ley 3.500 exige una clasificación mínima de BBB para instrumentos de renta fija de largo plazo y N-3 para instrumentos de renta fija de corto plazo).

**Cuadro 5. Clasificaciones de las emisiones**  
(a julio 2004)

	Clasificación Feller	Clasificación Fitch	Clasificación Humphreys
Emisor	Línea de Ef. de Comercio	Línea de Ef. de Comercio	Línea de Ef. de Comercio
AntarChile	AA-/nivel 1+	F1+/AA-	Nivel 1+/A+
Telefónica CTC		F1+/A+	
Gasco		F1+/AA	Nivel 1+/AA
Besalco	BBB+/nivel 2	F2/BBB	
CGE	AA/nivel 1+	F1+/AA	
D&S	AA-/nivel 1+	F1+/AA-	
Paris	AA-/nivel 1+	F1+/A+	
Eurocapital	BBB/Nivel 2	F2/BBB	
Factorline	BBB/Nivel 2	F2/BBB+, F2/BBB+	
Factotal	BBB/Nivel 2	F2/BBB	
Santander Agente de Valores	AA / Nivel 1+		Nivel 1+/AA+
Bicecorp	AA-/nivel 1+	F1+/AA-	

Fuente: Elaboración propia, basada en información pública clasificadoras de riesgo.

La nomenclatura de tipo F1 o F2 corresponde a la clasificación de emisiones de efectos de comercio menores a un año plazo. Las clasificaciones con las siglas AAA, AA, etc, corresponden a la clasificación de solvencia del emisor.

Cabe destacar que tanto las tres compañías de factoring, así como Besalco, cuentan con una clasificación menor a Nivel 1 o F1. En el caso de las compañías de factoring, esta menor clasificación, refleja el mayor riesgo asociado al factoring debido, entre otras causas, al menor tamaño y patrimonio de estos emisores, al menor respaldo de liquidez para obtener fondos en casos de estrés financiero y a la mayor sensibilidad del negocio a las condiciones económicas.

Aún cuando las clasificaciones de riesgo proporcionan una opinión respecto al cumplimiento de los compromisos financieros con una perspectiva de largo plazo, tratándose de efectos de comercio, la medición del respaldo de liquidez con que cuenta el emisor es una variable fundamental de clasificación.

La clasificación toma en cuenta tanto el perfil de negocios como el perfil financiero. El perfil de negocios utiliza principalmente información cualitativa para entender el mercado o negocio

donde participa la empresa. En tanto, el perfil financiero utiliza información cuantitativa para conocer la fortaleza o debilidad financiera.

El respaldo de liquidez puede tener efectos significativos en la calidad crediticia del emisor. Estos respaldos buscan proteger al inversionista en caso de que el emisor se encuentre imposibilitado de acceder al mercado de capitales, con el fin de refinanciar la emisión por vencer, con una nueva colocación. La caja o los valores negociables disponibles permiten mantener cierto nivel de flexibilidad financiera, sin embargo la práctica común es mantener líneas de crédito bancarias como liquidez de respaldo. Los bancos pueden entregar líneas con distinto nivel de compromiso frente a situaciones adversas. Por tanto, es necesario medir la existencia de compromisos contractuales, la dependencia frente a un solo banco o la calidad crediticia de los bancos, por citar sólo algunos elementos.

Con el fin de mejorar su clasificación de riesgo, todos los emisores han recurrido a una combinación de restricciones financieras (covenants). Entre éstas, están los límites a la relación de endeudamiento, a la cobertura de gastos financieros, a la razón corriente (activos circulantes / pasivos circulantes) o a la repartición de dividendos. Otro tipo de requerimientos han sido montos mínimos de activos libres de gravámenes y de patrimonio mínimo.

Como corolario de lo anterior, se puede afirmar que una ventaja de los créditos bancarios frente a los efectos de comercio viene dada por la mayor flexibilidad de los primeros ante eventos de crisis de liquidez, como los experimentados durante septiembre de 1998 (alza de tasas domésticas) y en marzo del 2003 (escándalo Inverlink). Bajo estas circunstancias, resulta extremadamente complejo refinanciar efectos de comercio que están por vencer. Aún cuando el emisor puede recurrir a las líneas de crédito bancarias, ésta alternativa resulta inferior a la renegociación de un pagaré con un banco, por cuanto en este último caso se puede recurrir a la flexibilidad del banco<sup>19</sup>.

La clasificación de la solvencia utiliza la misma escala de medición correspondiente a la deuda de largo plazo, utilizando, por ejemplo, la letra D para instrumentos en default y AAA para el menor riesgo. Para emisiones de instrumentos de corto plazo se utiliza la nomenclatura Nivel 1, 2, 3, 4, 5 o F 1, 2, 3, 4, 5, correspondiendo el Nivel 1 o F 1 al menor riesgo.

### **3.7 Recaudación tributaria**

A partir de la información de las colocaciones totales se realizó un cálculo estimativo de la recaudación tributaria percibida por el Fisco por concepto del cobro del impuesto de timbres y estampillas aplicados a las emisiones de efectos de comercio. Durante los años 2002, 2003 y

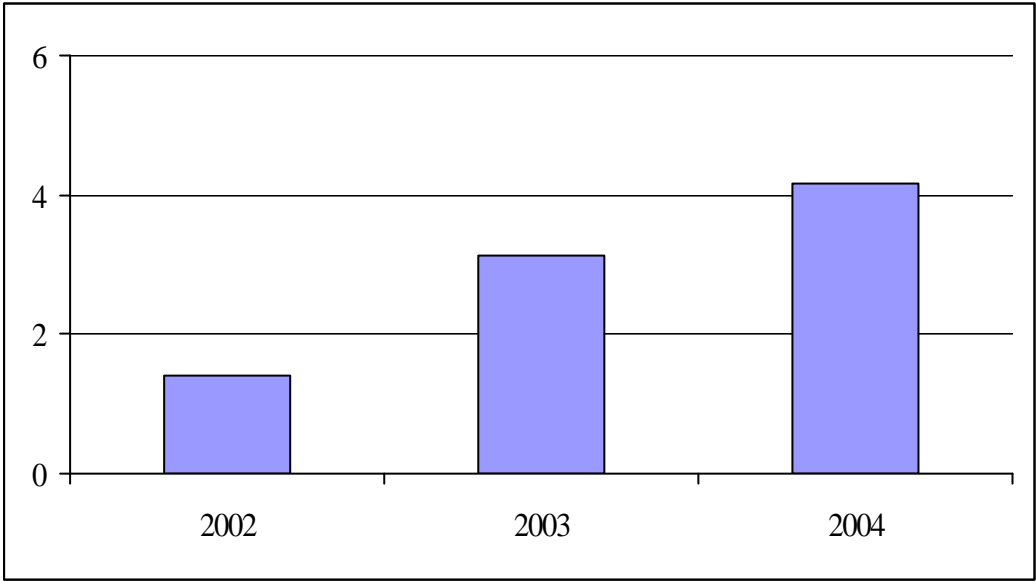
---

<sup>19</sup> La línea de crédito bancaria que respalda a las emisiones de efectos de comercio, no opera en forma “comprometida” lo que implica que el banco se reserva el derecho a liberar los fondos de apoyo en caso de insolvencia del emisor.



2004, se recaudaron US\$ 8,7 millones, repartidos en US\$ 1,4 millones en el año 2002, US\$ 3,1 millones durante el año 2003 y US\$ 4,2 millones hasta junio del año 2004. Este volumen de recaudación, sólo en parte representa ingresos frescos originados en nuevo endeudamiento por medio de efectos de comercio, ya que hay recaudación que anteriormente se percibía en base a créditos bancarios o de otro tipo y que fueron sustituidos por esta alternativa de financiamiento. De tal manera que existe un grado de sustitución difícil de determinar.

**Gráfico 8. Recaudación tributaria anual**  
(en millones US\$)



Fuente: estimación propia basada en la aplicación de la tasa mensual del impuesto de timbres y estampillas a cada una de las colocaciones por empresa.

Para obtener una estimación respecto la recaudación neta obtenida por la emisión de efectos de comercio, hemos asumido que los emisores corporativos, así como Santander Agente de Valores no han enfrentado restricciones para acceder al crédito bancario o al financiamiento a través de instrumentos de oferta pública. Por tal motivo, la existencia de una nueva alternativa de financiamiento, que les puede ser más útil o representar un mejor costo, sería utilizada sustituyendo los pasivos que correspondientemente tengan. En consecuencia, se puede asumir que la recaudación adicional por las modificaciones a la ley vendría dada por las emisiones de efectos de comercio llevadas a cabo por las entidades de factoring. Estas entidades efectivamente enfrentaban cierta restricción de financiamiento que fue aliviada por la posibilidad de emitir efectos de comercio. La recaudación proveniente de este segmento de empresas acumula US\$ 700,000, lo que equivaldría entonces, en forma estimativa, a los mayores ingresos tributarios provenientes de la reforma a la Ley de Impuesto a la Renta.

### **3.8 Emisión y colocación**

Las colocaciones de efectos de comercio han sido llevadas a cabo por corredoras de bolsa quienes han actuado como agentes colocadores. En todos los casos la colocación de valores se ha realizado mediante la modalidad de mejor esfuerzo. Las colocaciones se han realizado a través de un remate tradicional en bolsa en donde se determina la tasa efectiva, la cual puede diferir de la tasa de carátula<sup>20</sup>.

Los pagarés deben ser firmados por el representante legal del emisor<sup>21</sup> para luego ser legalizados ante notario. Con posterioridad, se dejan en manos del agente colocador quien a su vez, los inscribe y deposita en el Depósito Central de Valores en forma previa a la colocación.

Los costos de colocación por concepto de agentes colocadores pueden ubicarse en el rango de US\$ 50.000 a US\$ 100.000 para una emisión del tamaño de US\$ 50.000.000.

Adicionalmente, las compañías clasificadoras de riesgo deben clasificar al emisor y a las emisiones de la línea de efectos de comercio. Los costos de clasificación van desde UF 300 hasta UF 420 y se requieren dos clasificaciones. Esta misma cifra es cobrada anualmente por la mantención de la clasificación, a menos que el emisor ya esté siendo clasificado por una emisión de bonos, caso en el cual el costo anual es inferior. Por cada emisión dentro de una línea, la entidad clasificadora puede cobra alrededor de 0,025% sobre el monto total de la emisión.

El costo de inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros equivale a UF 20. Adicionalmente, cada emisión de efectos de comercio debe pagar un derecho a nombre de la Tesorería General de la República, por una sola vez, de 0,05% del monto de la emisión con un tope máximo de UF 200.

### **3.9 Agentes Colocadores**

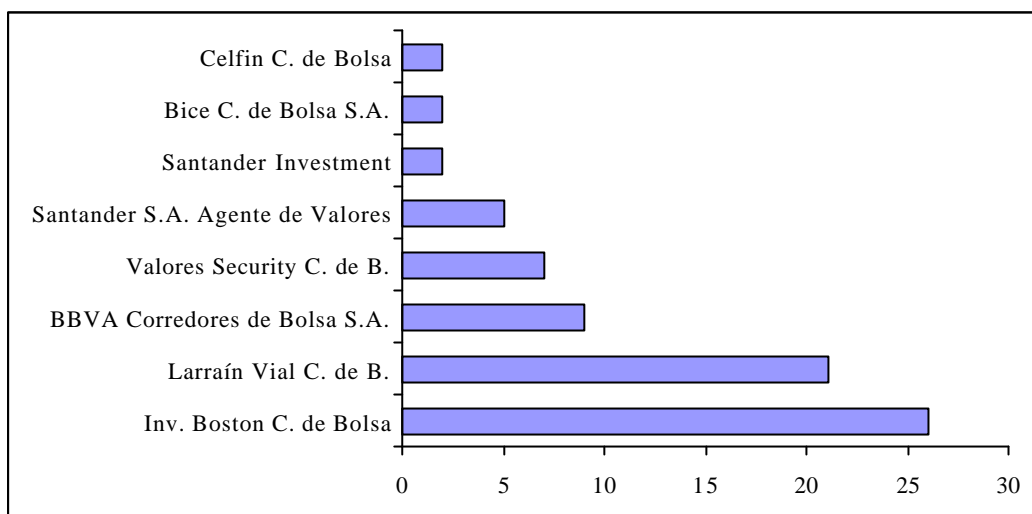
El número de agentes colocadores ha ido creciendo progresivamente desde la primera emisión el año 2002 por Inversiones Boston Corredores de Bolsa. A diciembre del año 2004, ya han participado 8 agentes colocadores que se detallan a continuación:

---

<sup>20</sup> Una excepción resulta ser la colocación de efectos de comercio de D&S, colocada por Larraín Vial, en donde se empleó la modalidad de remate holandés.

<sup>21</sup> Actualmente los pagarés deben ser firmados uno por uno. Con la reforma legal en marcha se espera que baste una firma en la escritura de emisión, ver sección 2.

**Gráfico 9. Agentes colocadores según número de colocaciones años 2002 – diciembre 2004 \***

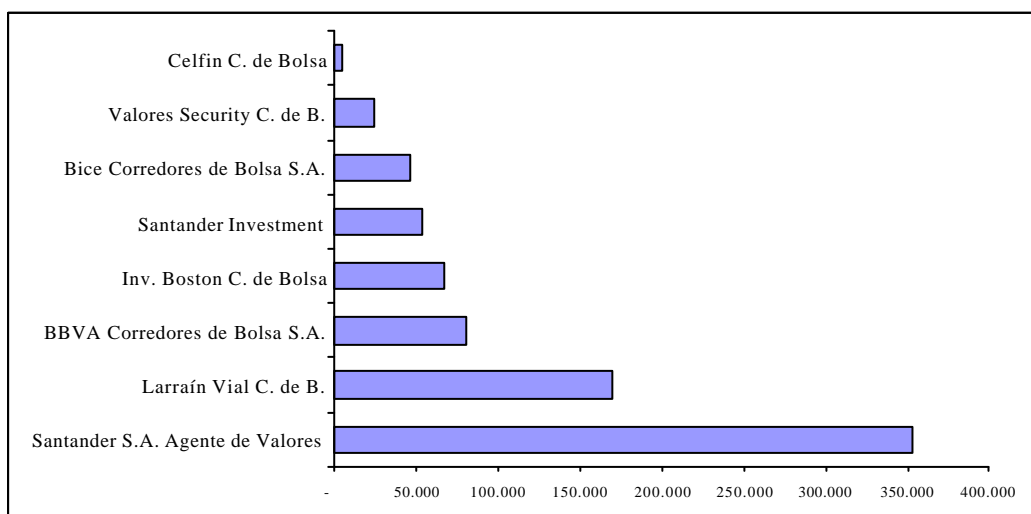


\* Sucesivas colocaciones dentro de un mes para un mismo emisor se considera como una sola

Destaca el caso de Boston Corredores de Bolsa, que supera las veinte colocaciones, todas ellas asociadas a las líneas registradas por Factorline. Larraín Vial Corredores de Bolsa, por su parte, ha realizado 13 colocaciones ligadas a Eurocapital y 7 colocaciones ligadas a la empresa D&S, más una colocación de Gasco.

El gráfico 10 muestra el ranking de agentes colocadores de acuerdo a los montos colocados. Puede observarse que Santander Agentes de Valores es el mayor agente colocador, por cuanto ha realizado cinco grandes emisiones (propias), sumando alrededor de US\$ 560 millones. En términos generales, las mayores colocaciones están ligadas a emisores corporativos como Gasco, CGE y D&S, cuyas colocaciones han sido llevadas a cabo por los corredores de bolsa BBVA y Larraín Vial.

**Gráfico 10. Agentes colocadores según montos colocados años 2002 – diciembre 2004 (en millones de CH\$)**

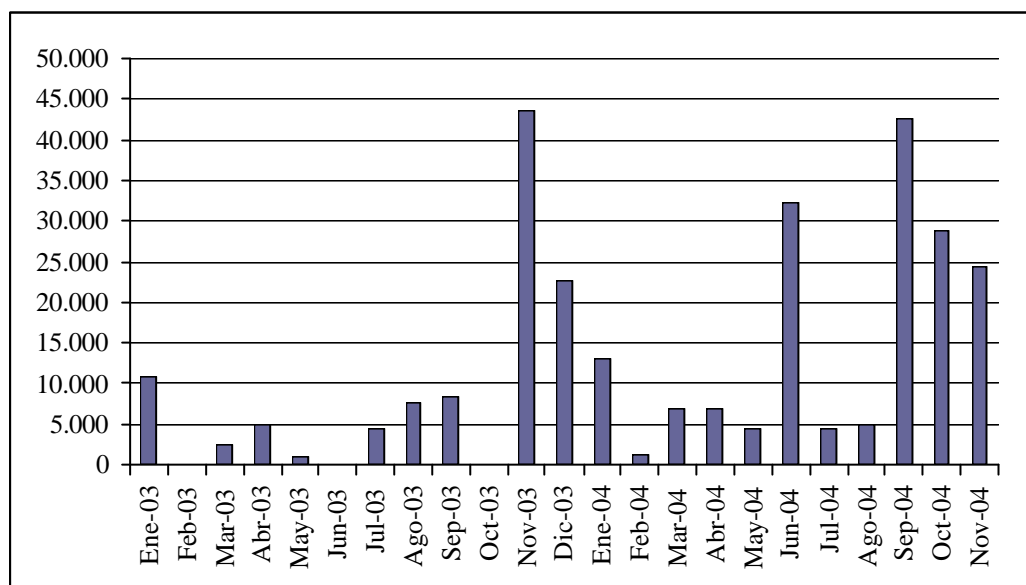


### 3.10 Liquidez

El mercado secundario de efectos de comercio ha adquirido un volumen de transacciones medianamente importante en forma rápida. Durante el año 2003, se estima que en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) fueron transados alrededor de US\$ 106 millones en operaciones de mercado secundario. El año 2004 en tanto, la cifra se acercó a los US\$ 200 millones.

**Gráfico 11. Montos mensuales transados en la Bolsa de Comercio de Santiago 2003 – 2004**

(en miles de US\$)



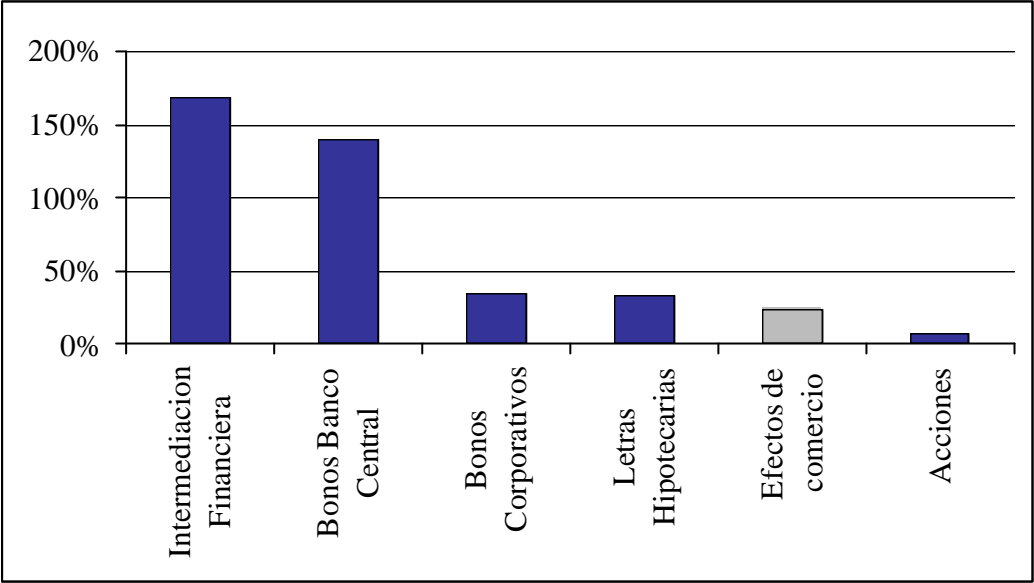
Fuente: Estimación propia basada en información Bolsa de Comercio de Santiago

Si la liquidez de un instrumento pudiera efectivamente ser medida por el volumen transado en un año como porcentaje de su stock total (rotación), se podría afirmar que se ha alcanzado un grado de liquidez semejante al de letras hipotecarias y bonos corporativos. Al comparar con otras medidas de rotación en la BCS, los efectos de comercio alcanzan un rotación de 24%, la cual es indicativa de una actividad relevante, pero que es bastante menor a la rotación de los instrumentos de intermediación financiera como un todo (168%)<sup>22</sup> ya la de los bonos del Banco Central (140%)<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> La BCS califica a los instrumentos de intermediación financiera como aquellos instrumentos de deuda con vencimiento menor a un año. Incluye deuda del Banco Central de Chile, depósitos a plazo, efectos de comercio y otros instrumentos estatales.

<sup>23</sup> Estas cifras subestiman la rotación total de los instrumentos de renta fija. Se estima que entre 50% y 80% de las transacciones de este tipo de activos se llevan a cabo en el mercado extrabursátil. Las transacciones en el mercado extrabursátil no son registradas de manera centralizada y menos en forma oficial, aún cuando el Depósito Central de Valores recopila cifras de las transacciones en ambos mercados sobre los instrumentos depositados en éste. Este mercado opera en base a una combinación de plataformas electrónicas y telefónicas y sus participantes son principalmente los bancos e intermediarios de valores.

**Gráfico 12. Rotación instrumentos financieros en Bolsa de Comercio. 2004**  
(monto transado en BCS / stock vigente promedio 2004)



Fuente: Estimación propia basada en información pública de Bolsa de Comercio de Santiago, Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros

## CONCLUSIONES

La reforma al mercado de capitales llevada a cabo el año 2001, tuvo un efecto determinante sobre el resurgimiento del financiamiento corporativo a través de efectos de comercio. Específicamente, las modificaciones tanto legales como a las normativas complementarias, en lo referente a la existencia de la figura de línea de emisión y a la readecuación del cobro del impuesto de timbres y estampillas, abrieron la posibilidad de dinamizar la competencia por el crédito a corto plazo, en especial con los créditos bancarios.

Aún cuando los fondos mutuos son los principales inversionistas de efectos de comercio, manteniendo más de dos tercios de la deuda total vigente (a agosto del año 2004 mantenían en sus carteras más del 60% del stock vigente de efectos de comercio emitidos), las características de las emisiones han sido determinadas en parte, por la necesidad de que éstas puedan ser adquiridas por los fondos de pensiones. Es así, como todas las emisiones han recibido dos clasificaciones de riesgo, ubicándose en los tramos superiores de clasificación. Asimismo, no se han llevado a cabo emisiones destinadas a inversionistas calificados, por cuanto dicha normativa es incompatible con las exigencias para los fondos de pensiones. Sin embargo, la exigencia de dos clasificaciones de riesgo y el cumplimiento de requerimientos de información algo más rigurosos, no representan una barrera importante en términos de costos. Asimismo, el hecho que la legislación de fondos de pensiones considere como efectos de comercio, exclusivamente a los títulos de deuda con plazo al vencimiento menor a un año, reduce el interés de financiarse con estos instrumentos para plazos mayores. En este sentido, es pertinente estudiar la posibilidad de compatibilizar la legislación de fondos de pensiones con la legislación del mercado de valores.

En su mayor parte, los efectos de comercio han permitido sustituir deuda bancaria más que incrementar el endeudamiento de sus emisores. Esto es especialmente aplicable a los emisores corporativos y las entidades financieras. No obstante, los efectos de comercio han permitido a las empresas de factoring acceder a financiamiento adicional, difícil de conseguir a través de la banca, con el consecuente crecimiento de este negocio que facilita el acceso a financiamiento a empresas pequeñas y medianas.

Otra forma de evaluar la competitividad de los efectos de comercio, es en términos de su tasa exigida. La tasa promedio para un emisor de alta clasificación ha bordeado la tasa TAB para el plazo correspondiente e incluso resulta ser menor que ésta en la mayoría de las colocaciones. Para los emisores con menor clasificación de riesgo, existe una brecha respecto a la tasa TAB, que bordea los 50 puntos base (0,5%) en tasa anual, sin embargo incluso este diferencial a tendido a reducirse.

Se estima que las emisiones de efectos de comercio han contribuido con alrededor de US\$ 8,7 millones a los ingresos fiscales por concepto del impuesto de timbres y estampillas. De este total, un 9% corresponderían a ingresos nuevos que no reemplazan los tributos dejados de percibir por la sustitución de créditos bancarios.

El mercado secundario de efectos de comercio ha alcanzado un grado de liquidez comparable al de otros instrumentos con mayor trayectoria en el mercado de capitales chileno, tales como bonos corporativos y letras hipotecarias. Se estima que durante el año 2004, las transacciones en el mercado secundario totalizaron US\$ 200 millones.

El espacio para que nuevos cambios regulatorios introduzcan beneficios adicionales a este mercado, es limitado. Con excepción de la inminente reforma legal que facilita la desmaterialización de emisiones, el rol que les compete a las autoridades debe centrarse en la exigencia de información suficiente, veraz y oportuna por parte de los emisores, con el fin de que los inversionistas puedan depositar su confianza en esta alternativa de inversión.

## ANEXOS

### Anexo 1.

#### Colocaciones de Efectos de comercio noviembre 2002 – diciembre 2004 (cifras en miles CH\$)

Empresa	Monto	Plazo	Tasa 30 días %	Fecha emisión	Agente Colocador
Factotal	4.000.000	352	0,535	Nov-02	Valores Security C. de B.
Factorline	4.500.000	56	0,386	Nov-02	Inv. Boston C. de Bolsa
D&S	36.215.791	393	0,370	Dic-02	Larraín Vial C. de B.
Factorline	4.495.636	89	0,340	Dic-02	Inv. Boston C. de Bolsa
Santander	69.732.567	365	0,333	Ene-03	Santander S.A. Agente de Valores
Factorline	1.000.000	83	0,296	Ene-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Factorline	2.500.000	82	0,278	Feb-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Factorline	2.000.000	81	0,303	Mar-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Factorline	4.000.000	87	0,388	Abr-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Gasco	20.180.000	293	0,340	Abr-03	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Eurocapital	4.200.000	76	0,407	May-03	Larraín Vial C. de B.
Factorline	2.000.000	96	0,395	May-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Factotal	4.000.000	356	0,490	Jun-03	Valores Security C. de B.
Factorline	2.000.000	102	0,373	Jun-03	Inv. Boston C. de Bolsa
CTC	19.776.009	118	0,285	Jun-03	Santander Investment
Gasco	4.328.208	102	0,450	Jul-03	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Factorline	1.993.968	118	0,377	Jul-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	3.000.886	362	0,350	Jul-03	Larraín Vial C. de B.
Factorline	2.344.129	102	0,367	Ago-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Factorline	1.646.052	121	0,369	Sep-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Factotal	4.003.677	364	0,490	Oct-03	Valores Security C. de B.
Eurocapital	4.509.901	119	0,423	Oct-03	Larraín Vial C. de B.
Factorline	1.996.354	101	0,358	Oct-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	2.008.268	160	0,365	Nov-03	Larraín Vial C. de B.
Santander	69.856.744	365	0,318	Nov-03	Santander S.A. Agente de Valores
Factorline	2.000.791	104	0,311	Nov-03	Inv. Boston C. de Bolsa
Besalco	1.700.432	176	0,300	Nov-03	Celfin Gardewg S.A.
D&S	12.144.860	363	0,300	Nov-03	Larraín Vial C. de B.
CGE	13.332.589	272	0,290	Nov-03	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Eurocapital	1.960.512	152	0,400	Dic-03	Larraín Vial C. de B.
Factotal	1.000.243	101	0,312	Dic-03	Valores Security C. de B.
Factorline	2.496.938	105	0,294	Dic-03	Inv. Boston C. de Bolsa
D&S	33.345.204	238	0,284	Dic-03	Larraín Vial C. de B.
Eurocapital	2.502.434	148	0,385	Ene-04	Larraín Vial C. de B.
Factorline	5.001.014	350	0,344	Ene-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Santander	69.970.270	182	0,273	Ene-04	Santander S.A. Agente de Valores
Factorline	3.007.062	341	0,325	Feb-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	2.902.734	140	0,290	Mar-04	Larraín Vial C. de B.
Factorline	2.006.817	102	0,218	Mar-04	Inv. Boston C. de Bolsa
D&S	12.114.762	363	0,210	Mar-04	Larraín Vial C. de B.
Gasco	7.866.171	363	0,210	Mar-04	Larraín Vial C. de B.
Factorline	2.001.514	98	0,244	Abr-04	Inv. Boston C. de Bolsa
CGE	6.697.773	364	0,220	Abr-04	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Gasco	8.077.413	167	0,190	Abr-04	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Factotal	4.981.403	262	0,324	May-04	Valores Security C. de B.



Eurocapital	3.302.875	139	0,305	May-04	Larraín Vial C. de B.
Bicecorp	9.036.501	364	0,290	May-04	Bice Corredores de Bolsa S.A.
Factorline	2.001.411	98	0,245	May-04	Inv. Boston C. de Bolsa
D&S	10.602.921	363	0,230	May-04	Larraín Vial C. de B.
CTC	34.113.880	343	0,227	May-04	Santander Investment
Besalco	3.216.660	299	0,225	May-04	Celfin Gardewg S.A.
Factorline	2.989.865	189	0,309	Jun-04	Inv. Boston C. de Bolsa
D&S	10.550.992	363	0,260	Jun-04	Larraín Vial C. de B.
Eurocapital	3.691.115	186	0,350	Jul-04	Larraín Vial C. de B.
Factorline	2.001.185	91	0,246	Jul-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Gasco	4.509.732	358	0,230	Jul-04	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Antarchile	37.502.583	190	0,206	Jul-04	Bice Corredores de Bolsa S.A.
Factorline	2.001.185	91	0,246	Jul-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	3.691.115	186	0,350	Jul-04	Larraín Vial C. de B.
Santander	71.045.485	365	0,098	Jul-04	Santander S.A. Agente de Valores
Factorline	3.001.417	85	0,240	Ago-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	1.450.833	112	0,340	Ago-04	Larraín Vial C. de B.
Gasco	8.249.105	91	0,200	Sep-04	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Factorline	2.000.552	86	0,242	Sep-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	1.703.743	181	0,350	Sep-04	Larraín Vial C. de B.
Factotal	2.959.422	353	0,400	Sep-04	Valores Security C. de B.
CGE	6.665.646	363	0,300	Oct-04	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Factorline	3.001.283	102	0,237	Oct-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Factorline	2.999.271	93	0,256	Nov-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	1.470.890	148	0,370	Nov-04	Larraín Vial C. de B.
D&S	12.075.935	357	0,300	Nov-04	Larraín Vial C. de B.
Santander	72.068.124	365	0,383	Nov-04	Santander S.A. Agente de Valores
Gasco	8.393.936	105	0,270	Dic-04	BBVA Corredores de Bolsa S.A.
Factorline	1.990.574	217	0,365	Dic-04	Inv. Boston C. de Bolsa
Eurocapital	2.600.540	160	0,360	Dic-04	Larraín Vial C. de B.
Factotal	2.994.669	339	0,457	Dic-04	Valores Security C. de B.
<b>TOTAL</b>	<b>799.590.271</b>				

**Anexo 2.****Montos vigentes de efectos de comercio 1977 – diciembre 2004**

	Millones CH \$ corrientes	Millones US\$ a diciembre cada año
<b>1977</b>	3.863	140
<b>1978</b>	3.729	110
<b>1979</b>	4.674	120
<b>1980</b>	6.367	163
<b>1981</b>	12.259	314
<b>1982</b>	9.367	240
<b>1983</b>	-	
<b>1984</b>	-	
<b>1985</b>	-	
<b>1986</b>	-	
<b>1987</b>	-	
<b>1988</b>	5.345	23
<b>1989</b>	6.119	25
<b>1990</b>	8.150	24
<b>1991</b>	-	
<b>1992</b>	-	
<b>1993</b>	-	
<b>1994</b>	-	
<b>1995</b>	-	
<b>1996</b>	-	
<b>1997</b>	-	
<b>1998</b>	-	
<b>1999</b>	-	
<b>2000</b>	-	
<b>2001</b>	-	
<b>2002</b>	47.025	63
<b>2003</b>	255.978	427
<b>2004</b>	320.465	572

Fuente: estimación propia basada en información pública Superintendencia de Valores y Seguros.