

Centro UC
CLAPES UC
Centro Latinoamericano de
Políticas Económicas y Sociales

Chile Exportador de Servicios Financieros

27 de mayo, 2026

AUTORES

Felipe Larraín B. | Director (flarrainb@uc.cl)

Hermann González B. | Coordinador Macroeconómico (hegonzal@uc.cl)



DOC. DE TRABAJO
N° 162

TABLA DE CONTENIDO

Resumen Ejecutivo	4
1 Introducción: El rol del Mercado de Capitales en el Desarrollo Económico.	7
2 Los Centros financieros en el mundo: Experiencias y Lecciones	9
2.1 Posicionamiento de Chile frente a centros financieros globales y economías latinoamericanas	10
2.2 Factores que impulsan el desarrollo de los grandes centros financieros	16
2.2.1 Marcos regulatorios predecibles y eficientes	16
2.2.2 Sistemas Tributarios Competitivos	19
2.2.3 Apertura e Integración Internacional	21
2.2.4 Capital Humano Especializado	23
2.2.5 Infraestructura del mercado de capitales	25
2.2.6 Innovación Financiera.....	27
2.3 Experiencias y políticas de desarrollo financiero en América Latina	29
2.3.1 Sistemas Tributarios	29
2.3.2 Políticas de Desarrollo Financiero	31
2.4 Lecciones de la Experiencia Internacional.....	32
3 Contexto del mercado de capitales chileno (2000-2025): Avances y Retrocesos	35
3.1 Evolución de Indicadores Clave del Mercado de Capitales: Análisis Comparativo	36
3.2 Principales Reformas al Mercado de Capitales (2000-2025)	40
3.3 Retrocesos en el desarrollo del mercado de capitales.....	43
3.4 Del Análisis Comparado a la Acción: Lecciones para Chile.....	46
4 Ventajas y obstáculos del mercado financiero chileno para su consolidación como centro financiero regional	48
4.1 Ventajas y potencial de Chile en la región	48
4.2 Obstáculos y fricciones del mercado financiero chileno.....	51
4.2.1 Barreras tributarias.....	51
4.2.2 Barreras de acceso operativo e institucional	52
4.2.3 Deterioro de la profundidad y liquidez del mercado	52
5 Beneficios económicos de convertir a Chile en un centro Financiero Regional	54
5.1 Estimación del impacto en el crecimiento del PIB	55
6 Estado de Avance de la Agenda 2019 para el Desarrollo del Mercado de Capitales.....	59

7	Agenda Integrada para convertir a Chile en un CFR líder en exportación de servicios financieros	62
7.1	Eje 1: Marco Regulatorio Predecible y Fortalecimiento de los Inversionistas Institucionales.....	63
7.1.1	Prioridad 1.1: Consenso de no implementar nuevos retiros previsionales	63
7.1.2	Prioridad 1.2: Acceso a información bancaria bajo reglas claras y control judicial	63
7.1.3	Prioridad 1.3: Ampliación del universo de inversión de fondos de pensiones mediante autorización de operaciones REPOS	64
7.2	Eje 2: Competitividad Tributaria.....	64
7.2.1	Prioridad 2.1: Revisión del régimen tributario de ganancias de capital de acciones con presencia bursátil.....	65
7.2.2	Prioridad 2.2: Eliminación de tributación sobre ganancias cambiarias no realizadas de entidades controladas en el exterior	66
7.2.3	Prioridad 2.3: Simplificación del régimen de retención sobre intereses de bonos corporativos para inversionistas extranjeros	67
7.2.4	Medidas tributarias pendientes de Agenda 2019	68
7.3	Eje 3: Apertura Internacional Efectiva.....	69
7.3.1	Prioridad 3.1: Facilitar acceso de AFP a mercados OTC de renta fija.....	69
7.3.2	Prioridad 3.2: Adoptar reconocimiento de valores extranjeros por equivalencia regulatoria	70
7.3.3	Prioridad 3.3: Implementar delegación de debida diligencia (KYC) a instituciones extranjeras.....	70
7.3.4	Prioridad 3.4: Simplificación administrativa para inversionistas no residentes	71
7.4	Eje 4: Desarrollo de Capital Humano Especializado	71
7.4.1	Prioridad 4.1: Implementación de Estrategia Nacional de Capital Humano para el Sector Financiero	71
7.5	Eje 5: Infraestructura de Mercado e Integración Regional	72
7.5.1	Prioridad 5.1: Ampliación del acceso al Sistema LBTR y extensión de horarios de operación.....	72
7.5.2	Medidas de infraestructura pendientes de Agenda 2019.....	73
7.6	Eje 6: Transparencia, Supervisión e Innovación Financiera	75
7.6.1	Prioridad 6.1: Creación de repositorio centralizado para operaciones OTC.....	75
7.6.2	Prioridad 6.2: Implementación del Sistema de Finanzas Abiertas.....	76
7.6.3	Prioridad 6.3: Operacionalización de sandboxes regulatorios.....	76
7.7	Conclusión: Visión de Largo Plazo y Compromiso Estratégico.....	77
8	Conclusiones y Hoja de ruta	78

Referencias	81
Anexos	95
Anexo A: Principales reformas al mercado de capitales chileno (2000-2025).....	95
Anexo B: Retrocesos en el desarrollo del mercado de capitales	106
Anexo C: Escenarios alternativos de expansión del sector de servicios financieros	109
Anexo D: Análisis Detallado del estado de Implementación de la agenda 2019	110

CHILE EXPORTADOR DE SERVICIOS FINANCIEROS¹

Resumen Ejecutivo

Economías de tamaño comparable o menor al de Chile han logrado transformarse en exportadores internacionales líderes de servicios financieros mediante la combinación sostenida de siete factores clave: estabilidad macroeconómica, marcos regulatorios predecibles y eficientes, sistemas tributarios competitivos, apertura e integración internacional, capital humano especializado, infraestructura de mercado sofisticada e innovación financiera. Este trabajo analiza el potencial de Chile para consolidarse como centro financiero regional, evalúa los avances y retrocesos del mercado de capitales entre 2000 y 2025, examina el grado de implementación de la Agenda de Mercado de Capitales de 2019 y propone una hoja de ruta priorizada de política pública para posicionar al país como exportador de servicios financieros.

Chile cuenta con condiciones institucionales y macroeconómicas que le otorgan ventajas relativas en América Latina. Según el Índice de Oportunidad Global 2025, ocupa la posición 40 a nivel mundial y lidera la región en percepción comercial, marco institucional y cumplimiento de normas internacionales. En el Global Financial Centres Index (GFCI), Santiago se ubica en el puesto 85, por delante de São Paulo (89), Ciudad de México (96) y Panamá (109). Sin embargo, este posicionamiento no se ha traducido en una especialización financiera significativa: actualmente, el sector financiero representa cerca del 3% del PIB, el 2% del empleo total y alrededor del 6% de las exportaciones de servicios. Estas cifras contrastan con las observadas en centros financieros de referencia. En Luxemburgo el sector equivale al 25% del PIB y al 60% de las exportaciones de servicios; en Hong Kong alcanza el 26% del PIB; y en Singapur, el 14%. Esta brecha evidencia que el potencial existente no ha sido plenamente aprovechado.

Pese a las reformas estructurales implementadas durante más de dos décadas, incluyendo MKI, MKII, MKIII, la Ley Única de Fondos y la creación de la Comisión para el Mercado Financiero, el período 2020–2024 estuvo marcado por una reversión relevante de los avances acumulados. El evento más disruptivo fueron los tres retiros extraordinarios de fondos previsionales, que totalizaron US\$48.339 millones, equivalentes al 25% de los fondos acumulados y al 18% del PIB de 2020. Esto redujo los activos administrados por las AFP desde 82% a 57% del PIB y provocó una caída cercana al 43% en la liquidez del mercado de renta fija. En paralelo, la Ley N° 21.420 eliminó la exención tributaria a las ganancias de capital sobre acciones con presencia bursátil vigente desde

¹ Los autores agradecen el valioso trabajo de investigación y apoyo de Francisca Cuadros e Israel Muñoz, investigadores de CLAPES UC. También agradecen los muy útiles comentarios de Juan Pablo Córdoba, Leonardo Hernández, Rodrigo Roblero, Juan Carlos Spencer, Guillermo Tagle y Cristóbal Torres, y el apoyo de la Bolsa Electrónica de Chile (BEC), el Depósito Central de Valores (DCV) y NUAM a este trabajo.

2001 y abrió un período de incertidumbre asociado a una propuesta de reforma tributaria que contemplaba elevar ese impuesto al 22%. A ello se sumó la eliminación del incentivo tributario a los *market makers*, que derivó en la cancelación de 146 contratos en el primer trimestre de 2021, y la contracción superior al 7% en el patrimonio de fondos *small* y *mid cap* entre 2018 y 2024, asociada a criterios regulatorios más restrictivos sobre las comisiones pagadas a gestores locales.

Para identificar las condiciones bajo las cuales Chile puede superar estos retrocesos y consolidarse como exportador de servicios financieros, el documento analiza la experiencia de cuatro centros financieros globales: Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur; además de tres economías latinoamericanas: Brasil, México y Panamá. Esta perspectiva comparada permite identificar los siete factores de éxito mencionados, junto con patrones comunes en el diseño institucional, tributario y de infraestructura de mercado que han permitido a economías pequeñas alcanzar una presencia relevante en la intermediación financiera internacional. El análisis incluye además la evaluación de tres dimensiones del mercado de capitales chileno entre 2000 y 2024: capitalización bursátil, crédito bancario al sector privado y valor transado en acciones, con referencia comparada a Brasil y Estados Unidos.

La evaluación de la Agenda de Mercado de Capitales presentada en 2019, que contempló 10 ejes estratégicos y 24 medidas específicas, evidencia una implementación fragmentada. De las 24 medidas propuestas, 7 fueron implementadas completamente, 3 de forma parcial y 14 permanecen pendientes. Tres dimensiones emergen como brechas persistentes: competitividad tributaria, donde ninguna de las asimetrías identificadas fue corregida; acceso a valores extranjeros, donde el esquema de reconocimiento por convenios bilaterales permanece sin modificaciones; y flexibilización de instrumentos financieros, donde incluso se observaron retrocesos, incluyendo la extensión de la Tasa Máxima Convencional a operaciones en moneda extranjera antes excluidas de esta limitación.

El análisis identifica además tres grupos de barreras estructurales que limitan la profundidad y competitividad internacional del mercado financiero chileno. Las barreras tributarias incluyen la tasa del 10% de impuesto sobre ganancias de capital en acciones con presencia bursátil, asimetrías en el Impuesto de Timbres y Estampillas según residencia del acreedor, y la tributación sobre diferencias cambiarias no realizadas de participaciones en el exterior, lo que dificulta posicionar a Chile como sede de holdings regionales. Las barreras operativas abarcan la duplicación de procesos KYC para inversionistas extranjeros y la restricción del sistema LBTR exclusivamente a bancos, excluyendo a entidades financieras no bancarias reguladas del acceso directo a la infraestructura de pagos de alto valor. Finalmente, el deterioro de la profundidad y liquidez del mercado se refleja en una elevada concentración bursátil, donde las 20 acciones más transadas representaron el 89% del volumen total transado en 2024, y en flujos netos negativos de la industria de fondos de inversión por US\$1.687 millones ese mismo año.

Los beneficios económicos de revertir este diagnóstico son importantes y cuantificables. Un escenario en que el sector financiero aumente su participación desde el 3,1% actual hasta un 5% del PIB en diez años requeriría un crecimiento real promedio de 7,7% anual y elevaría el crecimiento del PIB total desde 2,5% a 2,7% anual. Esto implicaría una contribución adicional acumulada de 2 puntos porcentuales de crecimiento durante la década de transición. En términos absolutos, equivaldría a aproximadamente US\$8.800 millones adicionales en actividad económica anual hacia 2035 y a la creación de cerca de 62.000 nuevos empleos directos en el sector, cuya remuneración mediana alcanza \$1.212.023 mensuales, casi el doble de la mediana nacional. La experiencia de Singapur, que multiplicó por más de doce veces sus exportaciones de servicios financieros entre 2005 y 2024, ilustra el margen de expansión disponible para Chile.

Sobre la base de este diagnóstico, el documento propone una agenda organizada en seis ejes estratégicos priorizados. El Eje 1, de prioridad muy alta, apunta a reconstruir la profundidad del mercado y fortalecer a los inversionistas institucionales, mediante medidas como un consenso transversal para evitar nuevos retiros previsionales y la autorización de operaciones REPO para las AFP con fines de gestión de liquidez. El Eje 2 aborda la competitividad tributaria mediante la restitución del tratamiento de no renta para ganancias de capital en renta variable transada en mercados regulados y la eliminación de la tributación sobre diferencias cambiarias no realizadas de entidades controladas en el exterior. El Eje 3 propone una apertura internacional efectiva mediante el reconocimiento de valores extranjeros por equivalencia regulatoria, la delegación de procesos KYC y la simplificación administrativa para inversionistas no residentes. Los Ejes 4, 5 y 6 abordan respectivamente el desarrollo de capital humano especializado, la modernización de la infraestructura de mercado, incluyendo la ampliación del acceso al LBTR a instituciones no bancarias, y el fortalecimiento de la transparencia e innovación financiera mediante un repositorio centralizado de operaciones OTC y la implementación de *sandboxes* regulatorios.

En conclusión, el deterioro de la posición financiera de Chile durante 2020–2024 no responde sólo a factores exógenos, sino también a decisiones de política que debilitaron los pilares institucionales, tributarios y regulatorios sobre los cuales descansa un mercado de capitales profundo. La experiencia internacional confirma que el tamaño de la economía no constituye una restricción determinante. Luxemburgo, con menos de un millón de habitantes, concentra el 25% de su PIB en servicios financieros. La evidencia comparada muestra que esta transformación es alcanzable mediante estrategias coherentes y sostenidas más allá de los ciclos políticos. Aprovechar las ventajas competitivas que Chile aún mantiene en la región exige convertir la exportación de servicios financieros en un objetivo nacional explícito, implementar de forma priorizada la agenda propuesta y generar señales consistentes para inversionistas, instituciones financieras y talento especializado.

1 Introducción: El rol del Mercado de Capitales en el Desarrollo Económico.

El desarrollo del sistema financiero cumple un rol central en el crecimiento económico de largo plazo, particularmente en economías abiertas que buscan diversificar sus fuentes de inversión, aumentar la productividad y mejorar la asignación del capital. Una amplia literatura empírica documenta que mercados financieros más profundos y eficientes facilitan la canalización del ahorro hacia proyectos productivos, promueven la inversión y fortalecen la capacidad de innovación de las economías.

Sahay et al. (FMI, 2015), analizando datos de 128 países para el período 1980–2013, muestran que la transición desde niveles bajos de desarrollo financiero hacia niveles elevados —medidos a través del Índice de Desarrollo Financiero (IFD)— puede generar retornos acumulados de crecimiento de entre 4 y 5,5 puntos porcentuales del PIB. De manera complementaria, Wesiah y Onyekwere (2021), utilizando datos trimestrales del Reino Unido entre 1963 y 2015, estiman que un aumento de 1% en el crédito al sector privado como porcentaje del PIB incrementa el crecimiento del PIB per cápita en 2,46%. Estos resultados sugieren que el desarrollo financiero no solo acompaña al crecimiento económico, sino que constituye uno de sus determinantes estructurales.

Más allá del tamaño del mercado doméstico, el análisis comparado de distintas jurisdicciones muestra que economías pequeñas y abiertas pueden amplificar estos beneficios cuando logran insertarse como plataformas financieras internacionales. Casos como Singapur, Luxemburgo, Irlanda y Hong Kong ilustran cómo países con mercados internos limitados han alcanzado una presencia significativa en la intermediación financiera global. En estos casos, el desarrollo financiero ha sido consecuencia de estrategias deliberadas orientadas a posicionar al sector financiero como un componente central del modelo de crecimiento.

Desde esta perspectiva, Chile presenta condiciones iniciales que lo distinguen dentro de América Latina. En particular, el desarrollo de su sistema de pensiones ha tenido un impacto relevante sobre el ahorro y la inversión de largo plazo. Según González y Larraín (2024), el ahorro previsional explica 1,2 puntos porcentuales del aumento de 3,6 puntos en la inversión doméstica como porcentaje del PIB entre 1981 y 2023, lo que representa aproximadamente un 33% de dicho crecimiento. Esta experiencia evidencia la capacidad del sistema financiero chileno para movilizar ahorro de largo plazo y canalizarlo hacia el mercado de capitales, constituyendo una base relevante para un mayor desarrollo financiero.

No obstante, la literatura también documenta que estos avances pueden revertirse por cambios en los incentivos económicos que afectan la inversión y la liquidez de los mercados. En particular, la tributación sobre las ganancias de capital ha mostrado efectos significativos sobre la

participación de inversionistas, el volumen transado y la innovación. Campbell y Nell (2009) estiman que la eliminación del impuesto a las ganancias de capital en Estados Unidos elevaría el crecimiento de la inversión desde 2% a 3% anual en los primeros años, con efectos persistentes en el largo plazo. Hayashida y Ono (2010) encuentran una relación negativa entre la tasa impositiva y el trading individual en Japón, mostrando que tras la reducción del impuesto a las ganancias de capital desde 26% a 10% en 2003, la participación de inversionistas individuales aumentó del 30% al 57% del volumen transado entre 2000 y 2005.

Evidencia adicional refuerza la relación entre incentivos tributarios y profundidad de los mercados financieros. Globan y Škrinjarić (2020) muestran que la introducción del impuesto a las ganancias de capital en Croacia en 2016 generó una caída de 23% en el volumen promedio de trading durante los tres años posteriores respecto del período previo. Más recientemente, Dimitrova y Eswar (2023) encuentran que un aumento de 1 punto porcentual en el impuesto a las ganancias de capital reduce entre 0,45% y 0,75% el número de patentes generadas por startups financiadas mediante capital de riesgo en Estados Unidos, sugiriendo efectos adversos sobre la innovación y el dinamismo empresarial.

En este contexto, la trayectoria reciente de Chile ilustra con claridad cómo los avances acumulados en el desarrollo financiero pueden deteriorarse por cambios en las prioridades de política. Si bien el país lanzó en 2019 una agenda orientada a fortalecer su mercado de capitales y avanzar en su posicionamiento como centro financiero regional, su grado de implementación fue limitado y los años posteriores estuvieron marcados por medidas que afectaron negativamente la profundidad y liquidez del mercado: retiros previsionales masivos, modificaciones tributarias que alteraron los incentivos a la inversión en renta variable, la eliminación de programas orientados a fortalecer la liquidez del mercado accionario, entre otros.

Evaluar este punto de partida y trazar una hoja de ruta que permita retomar una trayectoria de desarrollo financiero sostenido es el propósito central de este documento. Para ello, se analizan las experiencias de centros financieros consolidados, se evalúa el estado actual del mercado de capitales chileno y se presentan las ventajas y obstáculos que enfrenta el país para posicionarse como líder en la exportación de servicios financieros en la región, así como los potenciales beneficios económicos y en empleo asociados a dicho posicionamiento. Asimismo, se examina el grado de avance de la Agenda de Mercado de Capitales de 2019. A partir de este análisis, se propone una estrategia orientada a fortalecer aquellos elementos que la experiencia comparada identifica como determinantes del desarrollo financiero —estabilidad macroeconómica, marcos regulatorios predecibles y eficientes, sistemas tributarios competitivos, apertura e integración regional, capital humano e infraestructura especializada e innovación financiera— para evaluar las condiciones bajo las cuales Chile podría consolidarse como un centro financiero regional.

2 Los Centros financieros en el mundo: Experiencias y Lecciones

Un centro financiero puede definirse como "una ciudad o distrito donde se concentran los intermediarios que participan en la prestación de servicios financieros. En la medida en que esté abierto a participantes extranjeros, cualquier centro financiero puede considerarse internacional" (Pogliani et al., 2022, p. 2). Estos centros se diferencian por su grado de especialización, concentración de entidades financieras, y marcos regulatorios e incentivos gubernamentales que pueden incidir significativamente en el desarrollo del sector (Meyer, 2015).

La evidencia empírica muestra una correlación robusta entre los países identificados como centros financieros transfronterizos y la concentración de servicios financieros transfronterizos, reflejando su rol como plataformas de intermediación financiera internacional (Pogliani & Wooldridge, 2022). En este sentido, la capacidad de un país para convertirse en un exportador de servicios financieros se encuentra relacionada con su posicionamiento previo como centro financiero, en la medida en que dicha condición permite concentrar intermediarios y operaciones orientadas a no residentes.

Asimismo, el fortalecimiento de centros financieros y el desarrollo del mercado de capitales presenta efectos significativos sobre el crecimiento económico. King y Levine (1993), utilizando datos de 80 países para el periodo 1960–1989, encuentran que un aumento de 10 puntos porcentuales en los indicadores de desarrollo del mercado de capitales se asocia con incrementos de entre 0,2 a 0,3 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento anual del PIB. Levine y Zervos (1998) examinan 47 países durante 1976–1993, concluyendo que un aumento de 10 puntos porcentuales en el indicador de liquidez bursátil se asocia con un incremento cercano a 0,7 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento anual del PIB per cápita. Rajan y Zingales (1998) muestran que sectores con dependencia financiera por sobre la media crecieron 1% anual más rápido en países con mercados financieros desarrollados.

Para abordar los problemas de endogeneidad que limitan los estudios previos, Beck, Levine y Loayza (2000) emplean dos estrategias econométricas complementarias, variables instrumentales en una muestra de corte transversal utilizando el origen legal de los países como instrumento, y técnicas de panel dinámico. Sus resultados entregan evidencia consistente de una relación causal, encontrando que el desarrollo de la intermediación financiera, medido como el crédito al sector privado en relación con el PIB, tiene un impacto positivo y estadísticamente significativo sobre el crecimiento del PIB per cápita. Los autores concluyen que este efecto opera principalmente a través de mejoras en la productividad total de los factores, más que mediante la acumulación de capital físico.

Sin embargo, evidencia más reciente sugiere que este efecto no es lineal. Arcand, Berkes y Panizza (2015) encuentran que la asociación es positiva y estadísticamente significativa en países con sistemas financieros pequeños e intermedios, pero se debilita e incluso se vuelve negativa en

economías con sectores financieros muy desarrollados. En una línea similar, Shay et al. (2015) encuentran que el efecto del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico presenta una relación en forma de campana, debilitándose a niveles elevados de desarrollo financiero. Los autores argumentan que la evidencia empírica sugiere que este debilitamiento estaría asociado principalmente a una mayor profundización financiera y que el impacto adverso se manifestaría principalmente a través de una menor contribución al crecimiento de la productividad total de los factores (Shay et al, 2015).

Por otra parte, la tributación constituye un determinante relevante del desarrollo de centros financieros. Djankov et al. (2010), analizando 85 países, encuentran que una reducción de 10 puntos porcentuales en la tasa efectiva de impuestos corporativos se asocia con un aumento de aproximadamente un 2% en el ratio de inversión extranjera directa a PIB. Alstadsæter et al. (2018) documentan que diferencias tributarias explican aproximadamente 35% de la variación en la ubicación de activos financieros transfronterizos. Además, la evidencia internacional muestra que el impuesto a las ganancias de capital reduce la inversión, la liquidez de los mercados y la innovación empresarial (Campbell & Nell, 2009; Hayashida & Ono, 2010; Globan & Škrinjarić, 2020; Dimitrova & Eswar, 2023).

Dado estos efectos, el fortalecimiento de centros financieros emerge como una oportunidad para canalizar inversión y profundizar los mercados. El análisis comparado resulta relevante para identificar factores institucionales, regulatorios y de política pública que han favorecido su desarrollo. La siguiente sección examina distintas experiencias internacionales, con el objetivo de extraer lecciones para potenciar a Chile como centro financiero regional y líder en la exportación de servicios financieros.

2.1 Posicionamiento de Chile frente a centros financieros globales y economías latinoamericanas

La competitividad de un centro financiero depende de múltiples factores económicos e institucionales que determinan su capacidad para atraer talento, inversiones y actividad empresarial. En este contexto, el *Global Financial Centres Index* (GFCI)², que evalúa y clasifica a los principales centros financieros del mundo, estructura su análisis en cinco dimensiones clave: entorno de negocios, capital humano, infraestructura, desarrollo del sector financiero y reputación.

² El Global Financial Centres Index (GFCI) es publicado semestralmente por Z/Yen y el China Development Institute, y evalúa a 120 centros financieros a nivel mundial a partir de una combinación de indicadores cuantitativos y encuestas a profesionales del sector financiero.

En septiembre de 2025, Nueva York lidera el ranking, seguido de Londres, Hong Kong y Singapur (Tabla 2.1). En América Latina, Bermudas ocupa la posición 80, seguido de Santiago en el puesto 85. El GFCI muestra una fuerte concentración de competitividad financiera en América del Norte, Europa y Asia, mientras que América Latina presenta posiciones rezagadas.

Tabla 2.1. Global Financial Centres Index (GFCI 38): Top 20 Ranking Global (izquierda) y Ranking de América Latina y el Caribe (derecha).

Global	Ranking GFCI 38	Calificación GFCI 38	Latam y el Caribe	Ranking GFCI 38	Calificación GFCI 38
Nueva York	1	766	Bermudas	80	679
Londres	2	765	Santiago	85	674
Hong Kong	3	764	Islas Caimán	86	673
Singapur	4	763	Sao Paulo	89	670
San Francisco	5	754	Ciudad de México	96	663
Chicago	6	753	Río de Janeiro	100	659
Los Ángeles	7	752	Barbados	103	656
Shanghái	8	751	Islas Vírgenes Británicas	107	652
Shenzhen	9	750	Panamá	109	650
Seúl	10	749	Bahamas	111	645
Dubái	11	748	Trinidad y Tobago	112	643
Fráncfort	12	747	Bogotá	116	630
Washington DC	13	746	Buenos Aires	120	561
Ginebra	14	745			
Tokio	15	744			
Zúrich	16	743			
Boston	17	742			
París	18	741			
Luxemburgo	19	740			
Dublín	20	739			

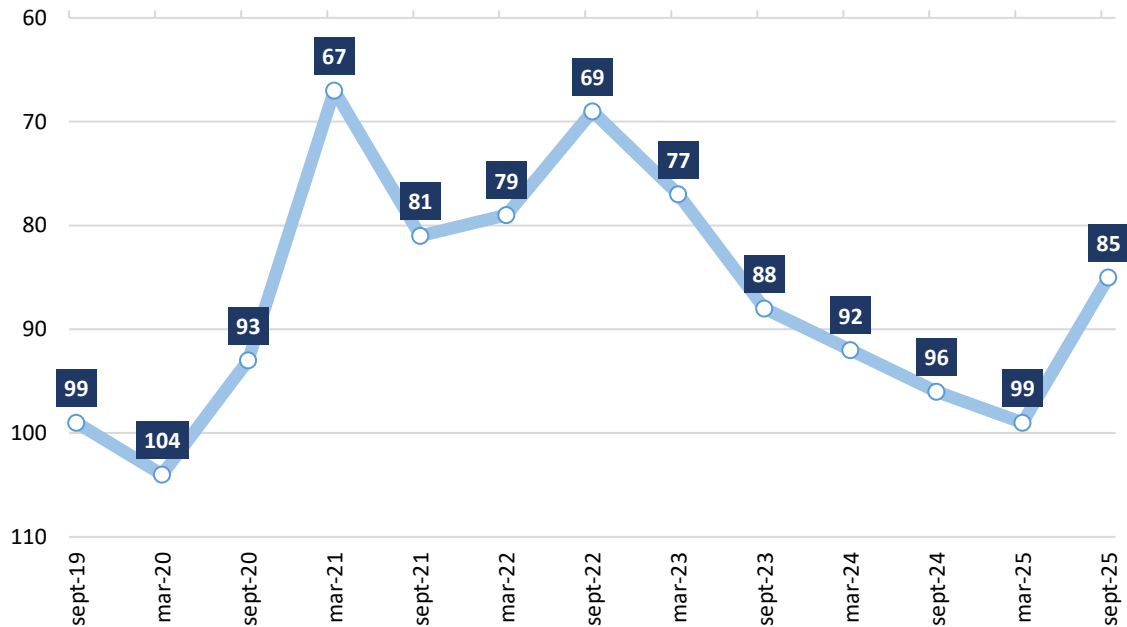
Nota: El ranking GFCI 38 refleja la posición relativa de cada ciudad dentro del índice global, donde un menor valor indica una mejor ubicación. La calificación GFCI 38 corresponde a un puntaje compuesto que resume el desempeño de cada centro financiero en las dimensiones de entorno empresarial, capital humano, infraestructura, desarrollo financiero y reputación.

Fuente: Long Finance y Financial Centre Futures (septiembre, 2025).

El Gráfico 2.1 muestra la evolución del posicionamiento de Chile en este ranking. Tras ubicarse en torno al puesto 99 en 2019, Chile experimentó un deterioro inicial durante 2020 (puesto 104), seguido de una mejora significativa en 2021 (puesto 67, la mejor ubicación del período). A partir de 2022 se observa una alta variabilidad con una pérdida gradual de posiciones entre 2023 y comienzos de 2025, recuperándose parcialmente al puesto 85 en septiembre 2025. Esta

trayectoria sugiere que, si bien Chile enfrenta desafíos relevantes para consolidarse como centro financiero global, cuenta con un marco institucional sólido a nivel regional y características que le permiten apuntar a transformarse en un país líder en la exportación de servicios financieros.

Gráfico 2.1. Evolución del ranking de Chile en el Global Financial Centres Index (GFCI), 2019–2025.



Nota: El Global Financial Centres Index (GFCI) se publica dos veces al año, en marzo y septiembre. Chile entra por primera vez al ranking en septiembre de 2019. El eje Y representa la posición de Chile en el ranking, donde un menor valor indica un mejor desempeño relativo como centro financiero internacional.

Fuente: Long Finance y Financial Centre Futures.

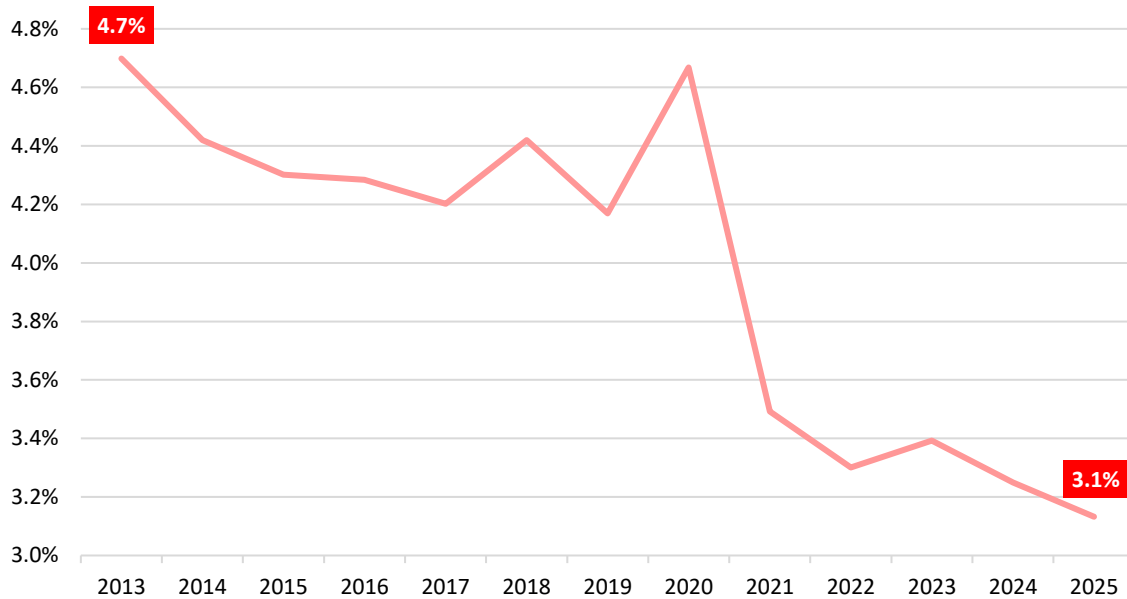
El Gráfico 2.2 complementa este diagnóstico con la evolución de la participación del sector financiero en el PIB de Chile entre 2013 y 2024. Tras mantenerse en promedio en un 4,4% durante 2013 y 2020, el indicador cayó bajo el 4% a partir de 2021, llegando a su nivel mínimo del período en 2025 (3,13%). Esta trayectoria es consistente con la pérdida de posiciones observada en el GFCI durante el mismo período, y refuerza la necesidad de implementar reformas estructurales que permitan reactivar el desarrollo del sector financiero chileno.

Para identificar experiencias y lecciones relevantes en el desarrollo de centros financieros, se analizan en conjunto centros financieros globales consolidados (Irlanda, Luxemburgo, Hong Kong y Singapur) y economías latinoamericanas seleccionadas (Brasil, México y Panamá), con el objetivo de situar el desempeño de Chile en una perspectiva comparada internacional y regional.

Los centros financieros globales considerados se ubican de forma consistente en posiciones destacadas del Global Financial Centres Index (GFCI), todos dentro del top 20 en la última

medición, reflejando altos niveles de competitividad en ambiente de negocios, capital humano especializado, infraestructura, reputación y profundidad de los mercados financieros. Un rasgo común de estas jurisdicciones es que corresponden a economías pequeñas, todas con poblaciones inferiores a 8 millones de habitantes, que han logrado consolidarse como centros financieros internacionales.

Gráfico 2.2. Evolución del sector financiero como porcentaje del PIB en Chile (2013–2025).



Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de tamaño económico, el PIB nominal de estos países oscila entre USD 93 mil millones en Luxemburgo y USD 577 mil millones en Irlanda, magnitudes comparables al PIB de Chile, estimado en torno a USD 330 mil millones. La diferencia sustancial radica en el ingreso per cápita: mientras Chile registra aproximadamente USD 16 mil, estos centros presentan cifras desde USD 54 mil hasta USD 138 mil (ver Tabla 2.2).

Estas diferencias se reflejan con mayor claridad al observar el grado de especialización financiera y particularmente la capacidad exportadora del sector. En los centros financieros globales, la exportación de servicios financieros y seguros representa una fracción significativa de sus exportaciones totales: Luxemburgo alcanza 60%, Hong Kong 27%, Singapur 16% e Irlanda 9%. Esta alta orientación exportadora se correlaciona con una fuerte presencia del sector en sus economías: en Hong Kong y Luxemburgo, los servicios financieros representan cerca de un cuarto del PIB, mientras que el empleo del sector financiero alcanza aproximadamente 7% y 11% del empleo total respectivamente, evidenciando alta productividad sectorial. En Singapur, los servicios financieros representan 14% del PIB y 10% del empleo, mientras que en Irlanda se sitúan en torno al 5% en ambas variables.

Tabla 2.2. Chile en perspectiva comparada: centros financieros globales y economías latinoamericanas

	Centros Financieros Globales					Economías Latinoamericanas		
	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur	Brasil	México	Panamá
PIB 2024 (miles de MM de US\$)	\$330	\$407	\$577	\$93	\$547	\$2.171	\$1.853	\$88
PIB per cápita (US\$)	\$16.439	\$54.034	\$106.456	\$138.634	\$90.674	\$10.214	\$14.007	\$19.445
Población (millones de personas)	20,1	7,5	5,4	0,7	6,0	212,6	132,3	4,5
Servicios financieros (% del PIB)	3%	26%	5%	25%	14%	6%	4%	6%
Empleo actividad financiera (% del total) (1)	2%	7%	5%	11%	10%	12%	8%	3%
Exportación servicios financieros y seguros (% del total)	6%	27%	9%	60%	16%	6%	10%	11%
Ranking GFCI 2025	85 (Santiago)	3	20 (Dublín)	19	4	89 (Sao Paulo); 100 (Rio)	96 (CDMX)	109

Nota: (1) Actividades financieras y de seguros para todos excepto en México (Servicios profesionales, financieros y corporativos) y Brasil (Información, comunicación y actividades financieras, inmobiliarias, profesionales y administrativas). **Fuentes:** FMI; BCCh e INE (Chile); Census and Statistics Department (Hong Kong), Central Statistics Office (Irlanda), Statec (Luxemburgo), Department Statistics (Singapur); Long Finance y Financial Centre Futures (2025); INEGI (México); IBGE (Brasil); INEC (Panamá); Banco Mundial (2025); Long Finance y Financial Centre Futures (2025).

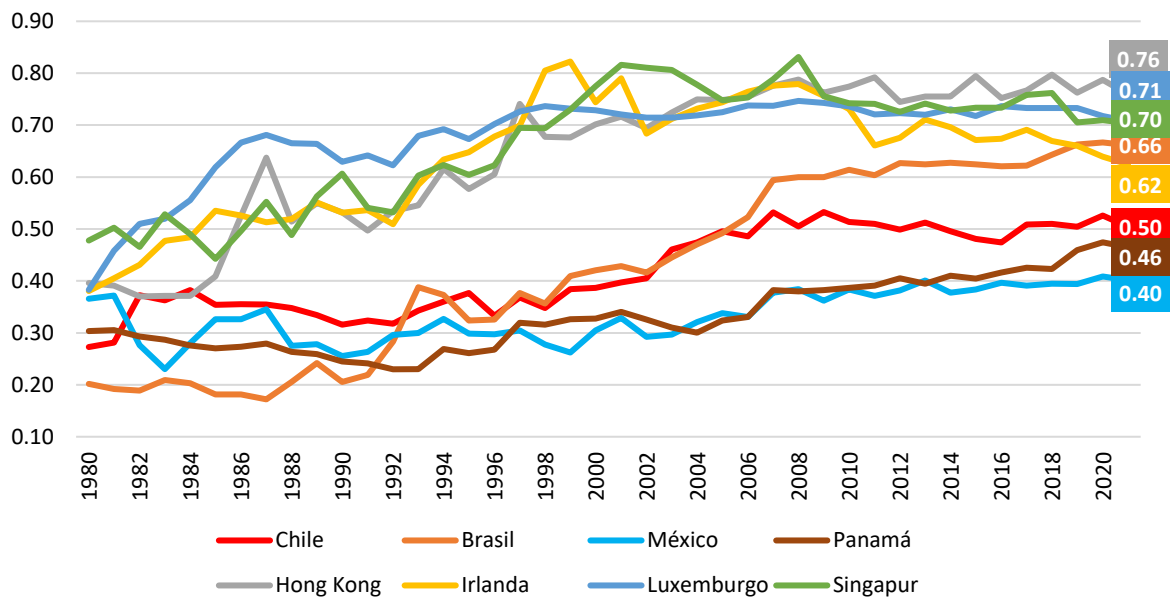
En contraste, Chile presenta niveles sustancialmente más bajos tanto en especialización como en exportaciones de servicios financieros. El sector financiero representa únicamente 3% del PIB y 2% del empleo total, mientras que las exportaciones de servicios financieros y seguros alcanzan apenas 6% de las exportaciones totales de servicios.

Sin embargo, desde una perspectiva regional, el análisis revela importantes oportunidades de crecimiento para Chile. En términos de capacidad exportadora, Chile (6%) se encuentra en niveles similares a Brasil (6%), pero por debajo de Panamá (11%) y México (10%). No obstante, esta aparente desventaja contrasta con el posicionamiento superior de Santiago en el ranking GFCI: Chile ocupa el puesto 85, por sobre Ciudad de México (96), São Paulo (89), Río de Janeiro (100) y Panamá (109). Adicionalmente, en comparación con las principales economías de América Latina,

los servicios financieros representan alrededor de 4% del PIB tanto en Chile como en México, mientras que en Brasil y Panamá alcanzan aproximadamente 6%.

El Índice de Desarrollo Financiero (FDI) del FMI refuerza este diagnóstico. Chile presenta un nivel de desarrollo financiero relativamente favorable en el contexto latinoamericano, manteniéndose por sobre o en línea con las principales economías de la región durante gran parte del período analizado (Gráfico 2.3). Si bien los grandes centros financieros globales exhiben niveles persistentemente más altos desde mediados de la década de 1990, el análisis indica que todos los países considerados enfrentaron un período de estancamiento relativo entre 2008 y 2021, lo que sugiere desafíos comunes posteriores a la crisis financiera global.

Gráfico 2.3. Índice de Desarrollo Financiero países seleccionados.



Fuente: FMI, 2025

A nivel regional, la trayectoria de Brasil destaca por su desarrollo sostenido. Durante décadas Chile sostuvo una posición superior a la de ese país, pero desde mediados de los años 2000 Brasil revirtió esa brecha de forma sostenida: su FDI pasó de niveles inferiores a los de Chile a situarse actualmente en torno a 0,66, más de diez puntos base por encima del 0,50 que registra Chile. Esto es el resultado de una estrategia que Brasil ha ejecutado durante las últimas décadas, orientada a profundizar y sofisticar su mercado de capitales mediante la expansión de instrumentos financieros y fortalecimiento de la infraestructura de mercado (IMF, 2012; Bank of International Settlements, 2016).

En el ámbito regional, la evolución histórica del FDI muestra que Chile sostuvo durante varios años una posición superior a la de Brasil, y aunque esta ventaja se redujo desde mediados de los años

noventa, el país mantiene actualmente niveles comparables o superiores a los de México y Panamá. En síntesis, si bien Chile se mantiene distante de los centros financieros globales consolidados en términos de especialización sectorial y capacidad exportadora de servicios financieros, su posicionamiento relativo dentro de América Latina revela un potencial significativo de crecimiento³.

Para comprender las trayectorias que han permitido a economías de menor tamaño consolidarse como centros financieros internacionales, la Sección 2.2 examina los factores clave que impulsaron su desarrollo. A su vez, la Sección 2.3 analiza los sistemas tributarios y las políticas de desarrollo financiero en América Latina que pueden servir como referencia para el caso chileno.

2.2 Factores que impulsan el desarrollo de los grandes centros financieros

A continuación, se analizan los factores que han permitido a estos países consolidarse como centros financieros internacionales, organizados en seis ámbitos⁴: (i) marcos regulatorios predecibles y eficientes, (ii) sistemas tributarios competitivos, (iii) apertura e integración internacional, (iv) capital humano especializado, (v) infraestructura de mercado, y (vi) innovación financiera.

2.2.1 Marcos regulatorios predecibles y eficientes

Una característica común a Irlanda, Luxemburgo, Hong Kong y Singapur es la existencia de marcos regulatorios flexibles, previsibles y orientados a facilitar la operación de instituciones financieras internacionales sin comprometer la estabilidad sistémica (Department of Finance, 2025; HKMA, 2025a; Luxembourg for Finance, 2025a; Monetary Authority of Singapore, s.f.).

Irlanda y Singapur presentan modelos regulatorios centralizados. El Banco Central de Irlanda es responsable de estabilidad de precios y de la supervisión financiera, protegiendo la estabilidad sin generar barreras de entrada innecesarias (Department of Finance, 2025). En Singapur, la Autoridad Monetaria (MAS) cumple simultáneamente funciones de banco central y supervisor financiero, con procesos ágiles de licenciamiento y reducción de barreras de entrada (Monetary Authority of Singapore, s.f.).

Por contraste, Luxemburgo y Hong Kong adoptan esquemas descentralizados y especializados. En Luxemburgo, la supervisión se organiza entre la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), el Commissariat aux Assurances (CAA) y el Banque centrale du Luxembourg (BCL), con

³ La Sección 4 complementa este análisis incorporando indicadores adicionales que permiten reforzar la posición competitiva de Chile en relación con otros países de la región.

⁴ Cabe señalar que la estabilidad macroeconómica constituye un determinante transversal y previo para el desarrollo de un centro financiero, por lo que se asume como un supuesto común a los casos analizados y no se aborda como un ámbito específico.

enfoque colaborativo relevante en un sector altamente transnacionalizado (Luxembourg for Finance, 2025a). Hong Kong presenta una clara separación de funciones entre la Hong Kong Monetary Authority (HKMA), responsable del sistema bancario y de la estabilidad monetaria; la Securities and Futures Commission (SFC), encargada de la supervisión de los mercados de valores y futuros; la Insurance Authority (IA), a cargo del sector asegurador; y la Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA), responsable de la regulación del sistema de fondos de previsión obligatorios (SFC, 2021).

Una característica distintiva del arreglo institucional de algunos de estos centros financieros es que sus organismos reguladores no solo supervisan, sino que tienen mandatos explícitos de desarrollo y promoción del mercado financiero. En Singapur, la MAS establece que la supervisión y el desarrollo trabajan de la mano para promover un sector de servicios financieros sólido y progresivo (MAS, 2015). En Hong Kong, la HKMA se propone explícitamente mantener y fortalecer el estatus de Hong Kong como centro financiero internacional, promoviendo el desarrollo de su infraestructura financiera (HKMA, 2025a). En Luxemburgo e Irlanda, en cambio, esta función recae en organismos especializados separados del regulador prudencial, *Luxembourg for Finance* e *IDA Ireland* respectivamente.

Los cuatro centros además cuentan con instancias de diálogo público-privado para el desarrollo del mercado de capitales: el *Financial Services Development Council* en Hong Kong, *Luxembourg for Finance* como asociación entre el Estado luxemburgués y PROFIL, la estrategia Ireland for Finance con su Comité Asesor Industrial en Irlanda y el Panel Asesor Internacional de la MAS en Singapur.

El diseño institucional se complementa con sistemas legales diferenciados. Irlanda, Hong Kong y Singapur operan bajo *common law*, ofreciendo mayor flexibilidad contractual y jurisprudencia estable, características asociadas con mayores niveles de desarrollo financiero (La Porta et al., 1998). Luxemburgo presenta un sistema de derecho civil con costos más bajos derivados de una menor necesidad de cláusulas contractuales extensas, permitiendo estructuras societarias flexibles y sistemas de compartimentación ilimitada que habilitan múltiples compartimentos legalmente segregados dentro de un mismo vehículo de titulación (Trident Trust, 2024).

La estabilidad macroeconómica y las altas calificaciones soberanas de estos países refuerzan la confianza de los mercados internacionales y garantizan el acceso estable a financiamiento incluso en contextos globales volátiles (Luxembourg for Finance, 2025a). Hong Kong mantiene tipo de cambio estable mediante el *Linked Exchange Rate System*, contribuyendo a la estabilidad monetaria y a la confianza de los inversionistas (HKMA, 2024).

Tabla 2.3. Estabilidad y flexibilidad regulatoria: Chile, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur.

Criterio	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur
Modelo regulatorio	Descentralizado Banco Central de Chile y CMF	Descentralizado HKMA, SFC, IA y MPFA	Centralizado: Banco Central de Irlanda	Descentralizado CSSF, CAA y BCL	Centralizado: MAS
Instancias de diálogo público-privado	Consejo Consultivo para el Desarrollo del Mercado de Capitales: formula propuestas de reforma	FSDC: organismo consultivo que asesora al gobierno en estrategias de desarrollo del mercado financiero	Ireland for Finance: estrategia de gobierno con Comité Asesor Industrial (IAC) público-privado y planes de acción anuales	Luxembourg for Finance: asociación público-privada entre el Estado y PROFIL	Panel Asesor Internacional de la MAS: asesora sobre reformas y estrategias del sector financiero
Sistema legal	Derecho civil	Common law	Common law	Derecho civil	Common law
Estabilidad económica	Flotación cambiaria, alta calificación soberana, inflación baja y acceso estable a financiamiento	Tipo de cambio estable mediante Linked Exchange Rate System	Alta calificación soberana; acceso estable a financiamiento	Alta calificación soberana; acceso estable a financiamiento	Alta calificación soberana; acceso estable a financiamiento

Fuente: Elaboración propia en base Department of Finance (2025); Monetary Authority of Singapore (s.f); Luxembourg for Finance (2025a); SFC (2021).

Estos marcos regulatorios se complementan con un funcionamiento efectivo del sistema de supervisión y justicia. En materia de cumplimiento normativo, los reguladores de estos centros financieros actúan con firmeza frente a infracciones, por ejemplo, la Autoridad Monetaria de Singapur obtuvo 33 condenas penales e impuso millones en multas civiles entre 2023 y 2024 (MAS, 2025) y la CSSF de Luxemburgo impuso en 2024 sanciones administrativas por un total de EUR 11 millones (CSSF, 2025). En términos de facilidad para hacer negocios, Singapur y Hong Kong ocuparon el 2° y 3° lugar respectivamente entre 190 economías en el último ranking global del Banco Mundial (Banco Mundial, 2020). Finalmente, en cuanto a predictibilidad del marco legal y resolución de disputas, Luxemburgo, Irlanda y Singapur se ubican entre los 14 primeros del mundo en el indicador de Estado de Derecho de los Worldwide Governance Indicators del Banco Mundial, el cual mide la calidad del cumplimiento de contratos, los derechos de propiedad y la independencia judicial en más de 200 economías del mundo (Banco Mundial, 2025).

2.2.2 Sistemas Tributarios Competitivos⁵

Los sistemas tributarios de los países analizados se caracterizan por mecanismos orientados a atraer inversión y fomentar el desarrollo del mercado financiero. En todos los casos, la tributación corporativa combina tasas competitivas con regímenes especiales que favorecen estructuras de holding, fondos de inversión y operaciones transfronterizas, alineándose con estándares internacionales como el impuesto mínimo global del 15% (Comisión Europea, 2024).

Base imponible del impuesto corporativo. Irlanda y Luxemburgo operan bajo una tributación sobre base mundial para empresas residentes fiscales, gravando rentas obtenidas dentro y fuera del territorio, aunque atenuado por convenios de doble tributación y créditos fiscales por impuestos pagados en el extranjero. Las empresas no residentes tributan únicamente por rentas de fuente local o atribuibles a establecimientos permanentes.

En contraste, Singapur y Hong Kong aplican sistemas territoriales, gravando principalmente ingresos generados dentro del territorio. En Singapur, las rentas extranjeras solo se gravan cuando son remitidas al país, existiendo múltiples exenciones que reducen la carga efectiva sobre ingresos internacionales. Hong Kong mantiene un sistema territorial estricto, gravando únicamente ganancias que surgen de actividades realizadas en el territorio, con exención tradicional de dividendos, ganancias de capital e ingresos extranjeros, aunque recientemente incorporó ajustes como el régimen de *Foreign-Sourced Income Exemption* para alinearse con estándares internacionales.

Tasas de impuesto corporativo. Irlanda mantiene una tasa del 12,5% para empresas cuyos grupos consolidados registran ingresos anuales inferiores a EUR 750 millones. Para grupos multinacionales que superan este umbral se aplica un impuesto complementario que eleva la tasa efectiva al 15%, mientras que Luxemburgo aplica desde 2025 una tasa efectiva cercana al 23,9%. Singapur opera con tasa fija del 17% sobre ingresos locales o remitidos y Hong Kong aplica una tasa de 16,5% general, reducida al 8,25% para los primeros HKD 2 millones de utilidades gravables.

Ganancias de capital. Singapur y Hong Kong no gravan las ganancias de capital de forma general, constituyendo uno de sus principales atractivos como centros financieros.

Irlanda y Luxemburgo contemplan un impuesto de 33% y 23,9% respectivamente, aunque incorporan exenciones relevantes para participaciones significativas mantenidas en el tiempo, evitando doble tributación económica dentro de grupos empresariales.

⁵ La información de esta sección se basa en los Tax Summaries de PwC para Irlanda, Luxemburgo, Singapur y Hong Kong (PwC, 2025a; 2025b; 2025c; 2025d)

En el contexto de fondos de inversión, los inversionistas no residentes no tributan en ninguna de las dos jurisdicciones. En Irlanda, los fondos domiciliados en el país pueden declarar que sus partícipes son no residentes, de forma que no surge una carga tributaria sobre los pagos realizados a dichos inversores. El mecanismo varía según la estructura, en vehículos de inversión colectiva el fondo está exento de impuestos a nivel de la entidad, mientras que en sociedades de personas opera la transparencia fiscal, tratándose las rentas como si hubieran surgido directamente en manos de cada partícipe. En Luxemburgo, los inversionistas no residentes no están sujetos al impuesto a las ganancias de capital por sus participaciones en sociedades de inversión de capital variable (SICAV), sociedades de inversión en capital de riesgo (SICAR) o sociedades de gestión de patrimonio familiar (SPF). El mecanismo es análogo al irlandés, en vehículos colectivos el fondo está exento a nivel de la entidad, mientras que en sociedades de personas opera la transparencia fiscal. En ambos países la tributación se difiere hasta el momento en que el inversor rescata o liquida su participación.

Dividendos. En Irlanda, desde 2025 los dividendos recibidos por una empresa irlandesa desde una subsidiaria con al menos 5% del capital pueden quedar exentos cuando la filial sea residente fiscal en Irlanda, en el Espacio Económico Europeo (EEE) o en un país con tratado fiscal. Luxemburgo destaca por su régimen de *participation exemption*⁶, que permite exención total bajo ciertos umbrales de participación o monto invertido.

Las cuatro jurisdicciones cuentan con amplias redes de convenios para evitar la doble tributación (entre 52 y 93 tratados vigentes). Se suman incentivos específicos, como el crédito fiscal del 25% para I+D en Irlanda, y sistemas simples sin IVA en Hong Kong, reforzando el atractivo global de estos centros financieros.

⁶ Este beneficio aplica cuando la participación vendida cumple dos condiciones: (i) si se posee al menos el 10% del capital de la empresa enajenada o que el costo de adquisición de la participación haya sido de, al menos, 1,2 millones de euros y (ii) que la empresa vendedora haya mantenido o tenga la intención de mantener dicha participación durante un mínimo de 12 meses.

Tabla 2.4. Características principales del sistema tributario aplicable a empresas: Chile, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur.

Criterio	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur
Tipo sistema	Mundial	Territorial	Mundial	Mundial	Territorial
Impuesto corporativo	25%-27% según régimen	8,25% primeros HKD 2M (USD 250 mil); 16,5% exceso	12,5% ingresos comerciales 15% ingresos comerciales ≥ €750m 25% ingresos no comerciales	23,87% efectivo	17%
Impuesto ganancias de capital	En general gravadas como renta ordinaria Régimen especial para ciertas acciones con presencia bursátil: tasa de 10%	No hay	33% Exentas según participación (≥5%; ≥12 meses) UE/EEE	En general gravadas como renta ordinaria Exentas según participación (≥10% o ≥€6M; ≥12 meses)	No hay
Dividendos	No sujetos a impuesto corporativo nuevamente; impuestos al accionista final	No gravados	Dividendos de empresas residentes exentos de impuesto corporativo Dividendos desde extranjeros exentos según participación ≥5% (12 meses) UE/EEE	Exentos según participación (≥10% o ≥€1,2M; ≥12 meses)	No gravados
Tratados DT vigentes	37	52	75	86	93

Fuente: Elaboración propia en base a SII y *Tax Summaries* de PwC (PwC, 2025a; 2025b; 2025c; 2025d).

2.2.3 Apertura e Integración Internacional

Los cuatro centros financieros analizados comparten una marcada orientación hacia mercados globales, evidenciada en una alta presencia de instituciones extranjeras, una elevada proporción de activos vinculados a operaciones transfronterizas y la implementación de políticas activas de atracción de capital internacional.

Presencia de instituciones extranjeras. Luxemburgo alberga más de 115 bancos, de los cuales solo 7% son nacionales y 45% tienen sede fuera de la UE (Luxembourg for Finance, 2025a). En Singapur, las políticas de liberalización bancaria desde fines de los ochenta permitieron una mayor participación de instituciones extranjeras, con alrededor de 150 bancos extranjeros operando actualmente (International Trade Administration, 2025; Woo, 2016). Hong Kong concentra 29

bancos globales de importancia sistémica (G-SIBs) y 70 de los 100 mayores bancos del mundo (HKMA, 2025b). Irlanda consolidó su atractivo tras el Brexit como único país de habla inglesa dentro del mercado único europeo, convirtiéndose en el principal destino de empresas financieras reubicadas desde el Reino Unido (New Financial, 2021).

Exportación de servicios financieros: activos y operaciones con no residentes. En Irlanda, aproximadamente el 60% de los activos bancarios corresponde a créditos contra no residentes y cerca de un 70% de las primas suscritas por aseguradoras está vinculada a negocios transfronterizos (Madouros, 2024). En Luxemburgo, los promotores de fondos establecidos provienen de 79 jurisdicciones y distribuyen en alrededor de 80 países (Luxembourg for Finance, 2025a). Hong Kong albergaba, a junio de 2023, operaciones regionales de aproximadamente 3.820 empresas extranjeras (US Department of State, 2025), mientras que 76 de los 100 principales gestores de activos mantienen presencia en la ciudad (HKMA, 2025b). Singapur destaca un marcado carácter internacional de su gestión de activos, con un 77% de los AUM provenientes del exterior y 88% del total invertido globalmente (MAS, 2025b).

Conectividad con mercados estratégicos. Hong Kong ha desarrollado una integración financiera profunda con China continental mediante *Stock Connect*, *Bond Connect* y *Wealth Management Connect*, que permiten acceso bidireccional entre ambos mercados (Yang y Zhang, 2025). Stock Connect permite a inversores internacionales operar en valores de China continental a través de la Bolsa de Hong Kong sin necesidad de abrir cuentas locales en ese mercado y bajo la infraestructura, los estándares operativos y el marco jurídico de Hong Kong. Esta integración se complementa con su rol como principal centro offshore del Renminbi (RMB), procesando cerca de 70% de los pagos globales en dicha moneda (yuan) y concentrando aproximadamente 1 billón de RMB en depósitos offshore (HKMA, 2025c). Singapur ha promovido el desarrollo de finanzas islámicas para captar capital de Medio Oriente y del Sudeste Asiático, y su consolidación como centro offshore de RMB en colaboración con el Banco Popular de China (Lai, 2018).

En Europa, el acceso institucionalizado a los mercados regionales ha sido un factor clave para la internacionalización de Irlanda y Luxemburgo. Al operar bajo la normativa de la UE, los fondos domiciliados en estas jurisdicciones, particularmente los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (UCITS), pueden distribuirse libremente en todos los Estados miembros. En el caso irlandés, esta combinación de acceso al mercado europeo y estabilidad regulatoria ha atraído a 18 de los 20 mayores gestores de activos del mundo que han establecido vehículos UCITS en el país (Pinsent Masons, 2025).

Tabla 2.5. Apertura Internacional: Chile, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur.

Criterio	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur
Presencia de instituciones extranjeras	22 oficinas de representación de bancos extranjeros. Bancos extranjeros representan 43% de colocaciones totales del sistema.	Concentra los 29 G-SIBs y 70 de los 100 mayores bancos del mundo.	Principal destino de empresas financieras reubicadas desde Reino Unido tras Brexit. Único país de habla inglesa en mercado único europeo.	Más de 115 bancos; solo 7% nacionales y 45% con sede fuera de la UE.	150 bancos extranjeros operando. Liberalización bancaria desde fines de los 80.
Activos / operaciones con no residentes	Sistema financiero principalmente orientado al mercado doméstico	76 de 100 principales gestores de activos presentes.	60% de activos bancarios son créditos contra no residentes. 70% de primas de seguros vinculadas a negocios transfronterizos.	Promotores de fondos de 79 jurisdicciones; distribución en 80 países.	77% de sus AUM provienen de fuera de Singapur
Conectividad con mercados estratégicos	Integración regional en desarrollo. Participa en NUAM (2023), holding que integra corporativamente las bolsas de Chile, Colombia y Perú.	Integración financiera profunda con China continental mediante Stock Connect, Bond Connect y Wealth Management Connect; principal centro offshore del RMB.	Acceso al mercado único europeo y distribución de fondos UCITS/AIF.	Acceso al mercado único europeo y distribución de fondos UCITS/AIF.	Desarrollo de finanzas islámicas y consolidación como centro offshore de RMB en coordinación con el Banco Popular de China.

Fuente: Elaboración propia en base a Luxembourg for Finance (2025a); International Trade Administration (2025); Woo (2016); HKMA (2025b); HKMA (2025c); Madouros (2024); Luxembourg for Finance (2025a); US Department of State (2025); MAS (2025); Yang y Zhang (2025); Lai (2018); Pinsent Masons (2025).

2.2.4 Capital Humano Especializado

El desarrollo de capital humano especializado constituye un pilar estratégico en los cuatro centros financieros analizados, sustentado en políticas activas de formación y atracción de talento internacional.

Magnitud del empleo financiero. En Hong Kong, el sector bancario emplea a más de 97.000 trabajadores, mientras que la gestión de activos y patrimonios concentra más de 53.000 profesionales (HKMA, 2025b). En Irlanda, el sector de actividades financieras, seguros y bienes

raíces registró alrededor de 137.000 trabajadores en 2024, con más de 60.000 empleados en cerca de 600 empresas de servicios financieros internacionales, de los cuales aproximadamente 25% se ubica fuera de Dublín (Department of Finance, 2025). Singapur registra aproximadamente 239.400 residentes empleados en servicios financieros y seguros (Singapore Department Statistics, 2025). Luxemburgo, considerando actividades financieras y seguros, holdings financieros y servicios profesionales de apoyo, registra 73.272 empleados en el sector financiero, donde un 82% son extranjeros (Luxembourg for Finance, 2025c).

Diversidad de profesionales especializados. La variedad de profesionales requeridos para la exportación de servicios financieros abarca desde gestores de activos y especialistas en cumplimiento regulatorio hasta asesores legales, auditores y expertos en tecnología. Por ejemplo, en Luxemburgo, gran parte de los profesionales domina varios idiomas y el inglés se ha consolidado como lengua de trabajo, facilitando la interacción con clientes e instituciones globales (Luxembourg for Finance, 2025a). Hong Kong cuenta con más de 14.000 abogados en ejercicio y 47.000 contadores públicos certificados (HKMA, 2025b).

Calidad y remuneración del empleo financiero. Los empleos en el sector financiero destacan por ser trabajos formales con remuneraciones significativamente superiores al promedio de la economía. Por ejemplo, el sector financiero paga salarios 55% más altos que el promedio en Luxemburgo (Statec, 2024) y 59% superiores en Singapur (Ministry of Manpower, 2025).

Estrategias gubernamentales de desarrollo de talento. Irlanda lanzó en 2019 su estrategia nacional *Ireland for Finance 2025* y actualmente desarrolla la nueva estrategia 2026-2030, con ejes centrales en desarrollo de capital humano y atracción de talento extranjero (Department of Finance, 2019). Singapur ha desplegado el *Talent and Leaders in Finance Programme*, financiado con S\$400 millones del *Financial Sector Development Fund* para 2021-2025, fortaleciendo capacidades técnicas y de liderazgo en todas las etapas de desarrollo profesional (MAS, 2025b).

Incentivos fiscales y migratorios. Irlanda utiliza el Programa de Alivio para Asignados Especiales (SARP) para reducir el costo de asignar individuos calificados (Department of Finance, 2019). Luxemburgo implementó en 2025 un régimen fiscal para expatriados que incluye la exención del 50% del impuesto a la renta de su remuneración bruta anual, con límite de €400.000 (Luxembourg for Finance, 2025b). Hong Kong cuenta con la *Hong Kong Talent Engage*, oficina gubernamental dedicada a atracción y retención de talento que promueve 7 esquemas de admisión y facilita procesos de visado con políticas migratorias flexibles (HKTE, s.f.). Singapur cuenta con visas especializadas para talento altamente calificado con mayor flexibilidad que visas de trabajo comunes (Ministry of Manpower, s.f.).

Formación en tecnologías emergentes. Luxemburgo ha invertido en alianzas entre el sector financiero, universidades y centros de investigación, con programas formativos en inteligencia

artificial, análisis de datos, *blockchain* y finanzas sostenibles (Luxembourg for Finance, 2025a). En Hong Kong, la HKMA administra el *Fintech Career Accelerator Scheme* (FCAS) para formación práctica en tecnologías financieras, complementado por el *Industry Project Masters Network* (IPMN), cuyo segundo ciclo concluyó en 2024 con 120 estudiantes trabajando con cerca de 30 instituciones financieras en proyectos reales (HKMA, 2025d).

Tabla 2.6. Ecosistema de profesionales: Chile, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur.

Criterio	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur
Estrategias de desarrollo de talento sector financiero	Sin estrategia nacional específica para el desarrollo de talento financiero.	Fintech Career Accelerator Scheme (FCAS). Industry Project Masters Network (IPMN).	Ireland for Finance 2025. Nueva estrategia 2026-2030 en desarrollo.	Alianzas entre sector financiero, universidades y centros de investigación.	Talent and Leaders in Finance Programme con S\$400 millones (2021-2025).
Incentivos para talento internacional	Sin estrategia nacional específica para atraer talento extranjero.	7 programas de atracción de talento con facilidades migratorias.	Special Assignee Relief Programme (SARP) para reducir costos de asignación de talento.	Régimen fiscal atractivo para expatriados e incentivos para jóvenes.	Visas flexibles y especializadas para talento altamente calificado

Fuente: Elaboración propia en base a Department of Finance (2019); MAS (2025); Luxembourg for Finance (2025a; 2025b); HLTE (s.f.); Ministry of Manpower (s.f.); HKMA (2025d).

2.2.5 Infraestructura del mercado de capitales

Los cuatro centros financieros analizados disponen de infraestructuras de mercado sofisticadas, caracterizadas por plataformas de negociación, custodia, compensación y liquidación que operan bajo estándares internacionales y facilitan la conectividad con los principales mercados globales.

Integración con redes financieras regionales. Irlanda opera a través de Euronext Dublin, integrada al grupo paneuropeo Euronext, lo que permite acceder a infraestructura común de negociación, compensación y liquidación junto con las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa, Oslo y Milán. Esta integración ofrece economías de escala, estandarización tecnológica y procesos más eficientes, facilitando el acceso de emisores e inversionistas a mercados de capitales transfronterizos. Como miembro de la UE, Irlanda participa del marco regulatorio comunitario y de la libre distribución de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (UCITS, por

sus siglas en inglés) y bajo el marco de la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos que facilita la comercialización transfronteriza de fondos de inversión alternativos.

Liderazgo en mercados de deuda internacional. Luxemburgo ocupa una posición de liderazgo global en mercados de deuda internacional. La Bolsa de Valores de Luxemburgo (LuxSE) es una de las plataformas líderes mundiales para cotización de valores de deuda internacionales, con más de 40.000 instrumentos listados de emisores de 100 países (Luxembourg for Finance, 2025a). Esta capacidad se complementa con Clearstream, que con más de €9 billones en activos bajo custodia actúan como principal depositario central de valores (CSD) y como infraestructura crítica de posnegociación para Europa. La combinación entre LuxSE y Clearstream crea un sistema integrado que otorga a Luxemburgo reputación como centro fiable, sofisticado y altamente conectado (Luxembourg for Finance, 2025a).

Nodos clave en Asia. Singapur y Hong Kong operan infraestructuras que los posicionan como nodos clave para los mercados de capitales de la región. Singapore Exchange (SGX) opera mercados de valores, derivados y productos estructurados con estándares avanzados, destacando su papel como institución financiera sistémicamente importante y priorizando resiliencia operativa mediante inversiones continuas en ciberseguridad (SGX, 2025). La Autoridad Monetaria de Singapur ha fortalecido esta infraestructura implementando recomendaciones internacionales, modernizando cámaras de compensación, sistemas de liquidación y el marco regulatorio adaptado a servicios financieros digitales (FMI, 2019).

Hong Kong opera bajo Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX), uno de los principales grupos de bolsas del mundo, que gestiona mercados de renta variable, commodities, renta fija y divisas (HKEX, s.f.). HKEX es el único operador de la bolsa de valores y derivados de Hong Kong y de sus cámaras de compensación, ofreciendo servicios integrados. Una característica distintiva es su conectividad con China continental mediante programas que permiten a inversionistas negociar acciones, bonos y productos de swaps de tasas de interés entre ambas jurisdicciones, eliminando barreras de acceso y facilitando integración financiera profunda.

Tabla 2.7. Infraestructura de mercados de capitales: Chile, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur.

Criterio	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur
Bolsa de valores principal	Bolsa de Santiago.	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX).	Euronext Dublin.	Bolsa de Valores de Luxemburgo (LuxSE).	Singapore Exchange (SGX).

Integración bursátil	Integración bursátil con Colombia y Perú a través de NUAM (holding operativo desde 2023); plataforma de negociación unificada en implementación.	Integración bursátil formal con China continental mediante esquemas de acceso bidireccional.	Integración bursátil formal al mercado paneuropeo a través de Euronext y acceso al mercado único europeo.	Sin integración bursátil formal con otros mercados.	Sin integración bursátil formal con otros mercados.
Especialización	Renta variable local	Renta variable internacional	Fondos de inversión, ETFs y estructuras UCITS	Deuda internacional	Derivados financieros

Fuente: Elaboración propia en base a Luxembourg for Finance (2025a); SGX (2025); FMI (2019); HKEX (s.f.).

2.2.6 Innovación Financiera

Los cuatro centros financieros analizados han adoptado estrategias activas para fomentar la innovación, combinando marcos regulatorios flexibles con iniciativas de apoyo al ecosistema fintech.

Unidades especializadas en reguladores. Una característica común es la creación de unidades dedicadas: la Autoridad Monetaria de Singapur estableció en 2015 el *FinTech and Innovation Group* con un *Chief FinTech Officer* dedicado (Lai, 2018); la HKMA creó una oficina de Fintech para promover el ecosistema e intercambiar ideas entre actores clave (HKMA, 2025c); el Banco Central de Irlanda implementó en 2018 el *Innovation Hub* como espacio de interacción con fintechs y empresas tecnológicas; y Luxemburgo cuenta desde 2017 con el *Luxembourg House of Financial Technology*, plataforma público-privada que reúne instituciones financieras, fintech, academia y autoridades públicas.

Sandbox regulatorios. Singapur opera su *Regulatory Sandbox* flexibilizando requisitos para pruebas en entornos controlados (MAS, s.f.), Hong Kong implementó el *Fintech Supervisory Sandbox* permitiendo a bancos realizar pruebas piloto sin cumplir todos los requerimientos habituales, e Irlanda lanzó en 2024 el *Innovation Sandbox Programme* orientado a proyectos en etapas tempranas que requieren orientación regulatoria especializada (Department of Finance, 2025).

Desarrollo de ecosistemas fintech. Singapur cuenta con más de 1.300 firmas fintech y 50 laboratorios de innovación, habiendo atraído US\$4,1 mil millones en inversión fintech en 2022

(MAS, s.f.). Hong Kong registra más de 1.100 empresas fintech, incluyendo diez unicornios, y más de 25.000 empleados en el sector, con crecimiento acelerado en *blockchain* y activos digitales entre 2022 y 2024 (HKUST, 2025). Irlanda evidencia su desarrollo en autorizaciones para instituciones de pago y dinero electrónico, que pasaron de 12 en 2018 a 48 en 2025 (Department of Finance, 2025). Luxemburgo ha consolidado un ecosistema dinámico de *FundTech* y *RegTech* con soluciones avanzadas para gobernanza, reporte y distribución digital de fondos (Luxembourg for Finance, 2025a).

Activos digitales y tokenización. Luxemburgo destaca con proyectos pioneros como *Project Venus*, mediante el cual el Banco Europeo de Inversiones emitió un bono digital de €100 millones liquidado con dinero tokenizado de banco central bajo la legislación luxemburguesa (European Investment Bank, 2022). Singapur impulsa proyectos estratégicos en activos digitales, ciberseguridad, identidad y moneda digitales de banco central (MAS, s.f.).

Finanzas sostenibles. La innovación se extiende a finanzas sostenibles, donde Luxemburgo lidera concentrando cerca del 40% de los activos ESG domiciliados en Europa y albergando la *Luxembourg Green Exchange*, primera plataforma mundial dedicada exclusivamente a bonos verdes, sociales y sostenibles (UNFCCC, s.f.).

Tabla 2.8. Innovación: Chile, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur.

Criterio	Chile	Hong Kong	Irlanda	Luxemburgo	Singapur
Marco institucional y regulatorio para la innovación	Centro de Innovación Financiera de la CMF.	Oficina dedicada a FinTech dentro de la HKMA; implementación de Fintech Supervisory Sandbox para pruebas piloto bajo supervisión.	Innovation Hub del Banco Central e Innovation Sandbox Programme para proyectos en etapas tempranas.	Luxembourg House of Financial Technology, iniciativa publico-privada.	FinTech and Innovation Group de la Autoridad Monetaria de Singapur.
Desarrollo del ecosistema fintech y áreas de innovación	Ley Fintech (2023), aproximadamente 500 empresas Fintech	Más de 1.100 fintechs, incluyendo unicornios; crecimiento en blockchain y activos digitales.	Crecimiento de instituciones de pago y dinero electrónico.	Ecosistema especializado en activos digitales y finanzas sostenibles.	Más de 1.300 fintechs; desarrollo en activos digitales y ciberseguridad.

Fuente: Elaboración propia en base a Lai (2018); HKMA (2025c); MAS (s.f.); Department of Finance (2025); HKUST (2025); Luxembourg for Finance (2025a); European Investment Bank (2022); UNFCCC (s.f.).

2.3 Experiencias y políticas de desarrollo financiero en América Latina

A nivel regional resulta pertinente analizar los sistemas tributarios y políticas que han impulsado el desarrollo financiero en los países de América Latina con mejores posiciones en el ranking GFCI. Se analizan Brasil, México y Panamá por tratarse de economías continentales con estructuras productivas comparables con Chile.

2.3.1 Sistemas Tributarios

Los tres países presentan enfoques diferenciados. México y Brasil operan bajo renta mundial, gravando a residentes corporativos por la totalidad de ingresos independientemente de su origen, mientras que Panamá aplica régimen territorial que grava únicamente ingresos de fuente panameña.

Tasas corporativas. Brasil mantiene la carga más alta de la región con tasa efectiva del 34%, resultado de la combinación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Jurídicas (IRPJ) del 25% y la Contribución Social sobre el Lucro Neto (CSLL) del 9% (elevada al 20% para instituciones financieras). México aplica tasa corporativa del 30%, mientras que Panamá grava con 25% exclusivamente los ingresos de fuente local.

Tabla 2.9: Características principales del sistema tributario aplicable a empresas para Chile, Brasil, México y Panamá.

Elemento	Chile	México	Brasil	Panamá
Tipo Sistema	Mundial	Mundial	Mundial	Territorial
Impuesto corporativo	25%-27% según régimen	30%	34% (IRPJ hasta 25% y CSLL 9%).	25%
Impuesto ganancias de capital	En general gravadas como renta ordinaria Régimen especial para ciertas acciones con presencia bursátil: tasa de 10%	En general gravadas como renta ordinaria Régimen especial para ciertas acciones con presencia bursátil: tasa de 10%	Ganancias de venta de activos y derechos, generalmente tributan como ingresos ordinarios Ganancias de capital obtenidas por no residentes sujetas a tasa progresivas entre 15 y 22,5%	10%
Dividendos	No sujetos a impuesto corporativo nuevamente; impuestos al accionista final	No gravados a nivel corporativo si provienen de utilidades previamente gravadas	No gravados	5% si las utilidades son de fuente exenta a impuesto corporativo 10% si las utilidades son de fuente panameña
Tratados DT vigentes	37	60	36	17

Fuente: Elaboración propia en base a PwC (2025e; 2025f; 2025g).

Ganancias de capital. En México las ganancias por valores transados en bolsa tributan al 10% con retención definitiva automática, eximiéndose cuando el inversionista reside en país con tratado fiscal vigente, las demás ganancias se integran al ingreso ordinario al 30%. Brasil grava las ganancias de capital de empresas residentes como ingresos ordinarios al 34%, aplicando tasas progresivas del 15% al 22,5% para no residentes según el monto, elevándose a 25% fijo para beneficiarios en paraísos fiscales. Panamá establece tasa nominal del 10%, con retención del 5% por el comprador en transacciones de valores negociables.

Dividendos. Brasil exige de tributación a nivel corporativo los dividendos distribuidos, mientras que en México los dividendos entre sociedades no generan impuesto corporativo adicional cuando

proviene de utilidades previamente gravadas. En Panamá, se aplica una retención del 10% sobre dividendos de fuente panameña y del 5% cuando provienen de fuentes extranjeras o ingresos exentos.

2.3.2 Políticas de Desarrollo Financiero

Panamá ha estructurado su modelo en torno a un diseño tributario y regulatorio orientado explícitamente a la atracción de banca internacional. En 1970 se creó el Centro Bancario Internacional (CBI) mediante Decreto de Gabinete N° 238, estableciendo tres tipos de licencias bancarias: General (operaciones locales e internacionales), Internacional (operaciones exclusivamente con el exterior), y Representación (promoción de servicios). Actualmente hay 64 bancos: 40 con licencia general, 14 internacional y 10 de representación (SBP, 2025).

En 1998 se creó la Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP), un ente regulador independiente. Tras el caso "Panamá Papers" en 2016, la SBP emitió 81 regulaciones entre 2015-2019, de las cuales más de 20 correspondieron a transparencia y cumplimiento de disposiciones del GAFI (SBP, 2019).

El Régimen Especial para Sedes de Empresas Multinacionales (SEM), creado en 2007, ha sido clave para incentivar la inversión extranjera y cuenta con 184 empresas operando (Ministerio de Comercio e Industrias, 2025). Ofrece incentivos fiscales (tasa reducida del 5% sobre renta neta imponible, tasa del 2% sobre ganancias de capital), migratorios (residencia permanente y visas especiales) y laborales (contratación flexible de personal de confianza) (Ministerio de Comercio e Industrias, s.f.).

Brasil y México no presentan políticas orientadas explícitamente a promover el desarrollo como centro financiero regional, sin embargo, han implementado políticas para diversificar mercados financieros y mejorar su atractivo para inversión extranjera.

En Brasil, la Resolución N° 4.373/2014 del Consejo Monetario Nacional simplificó el acceso de inversionistas extranjeros al mercado de capitales (ANBIMA, 2014). Esta normativa fue reemplazada el 1 de enero de 2025 por la Resolución Conjunta N° 13/2024 del Banco Central de Brasil y la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), que simplifica trámites para inversionistas individuales no residentes, flexibiliza requisitos para personas jurídicas, amplía posibilidades de captación mediante Recibos de Depósitos emitidos en el extranjero y elimina registros electrónicos detallados de cada inversión (Banco Central de Brasil, 2024). Estas reformas forman parte de una agenda regulatoria orientada a reducir barreras de acceso para inversionistas no residentes y alinear el mercado brasileño con estándares internacionales, con el objetivo de fortalecer su atractivo como destino de inversión (Banco Central de Brasil, 2024).

En infraestructura financiera, en 2017 Brasil unificó sus principales mercados bajo B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), consolidándose como la bolsa más grande de América Latina (WFE, 2025). La Agenda BC+ lanzada en 2019 introdujo Pix (sistema de pagos instantáneos con 178 millones de usuarios y récord de 313 millones de transacciones diarias) y Open Finance Brasil (sistema de finanzas abiertas más grande del mundo) (Banco Central de Brasil, 2025; Open Finance, 2025).

En México destaca la creación en 2003 del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), plataforma de la Bolsa Mexicana de Valores que permite a inversionistas locales acceder a acciones, ETFs y otros instrumentos listados en mercados extranjeros. En 2016 se simplificaron los requisitos para listar valores extranjeros en el SIC, ampliando su oferta y accesibilidad (CNBV, 2016). En el ámbito de la tecnología financiera, la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera de 2018 (Ley Fintech) estableció un marco regulatorio integral y pionero en la región para instituciones de financiamiento colectivo y fondos de pago electrónico (Congreso de la Unión, 2018). Como resultado, México registra actualmente 803 fintech locales (crecimiento del 57% respecto de 2021) y 301 fintech extranjeras, consolidándose como el segundo país con mayor inversión de capital de riesgo en América Latina con USD 1.176 millones en 2024 (Finnovista, 2025).

Tabla 2.10: Ejemplos de políticas financieras en Brasil, México y Panamá.

País	Objetivo principal de política	Instrumentos regulatorios y fiscales
Panamá	Posicionarse como plataforma financiera internacional, especialmente bancaria.	Centro Bancario Internacional (CBI) con licencias diferenciadas; régimen SEM con incentivos fiscales, migratorios y laborales.
Brasil	Profundizar y modernizar el mercado financiero; facilitar la inversión extranjera.	Regulación de inversión extranjera (Resol. 4.373/2014 y Resol. Conjunta 13/2024); integración bursátil bajo B3; Agenda BC+ (Pix y Open Finance).
México	Modernizar el mercado de capitales y fomentar competencia e innovación.	SIC y reformas; Ley Fintech (2018).

Fuente: Elaboración propia en base SBP (2025; Ministerio de Comercio e Industrias (2025); Banco Central de Brasil (2024); WFE (2025); Gobierno de México (2017b); CNBV (2016); Congreso de la Unión (2018).

2.4 Lecciones de la Experiencia Internacional

El análisis de los centros financieros internacionales y exportadores de servicios financieros revela patrones estructurales comunes. Tanto los casos de Hong Kong, Singapur, Luxemburgo e Irlanda como las experiencias regionales de Brasil, México y Panamá permiten identificar elementos que han facilitado el desarrollo de plataformas financieras competitivas, aunque con grados de internacionalización distintos (Tabla 2.11).

Un primer factor, adicional a los seis factores presentados en la sección 2.2, es la estabilidad macroeconómica del país, la cual resulta esencial para la generación de empleos y el desarrollo del

sector financiero. Un entorno macroeconómico estable, caracterizado por una baja inflación, un tipo de cambio predecible y crecimiento sostenido reduce la incertidumbre y fomenta la inversión, creando condiciones favorables para que el sector financiero prospere.

Tabla 2.11: 7 factores de éxito para transformar a un país en un exportador de servicios financieros.

Nº	Factor
1	Estabilidad macroeconómica
2	Marcos regulatorios predecibles, adecuado y eficiente
3	Sistemas tributarios competitivos
4	Apertura e integración internacional
5	Capital humano especializado
6	Infraestructura de mercado especializada
7	Innovación financiera

Un segundo elemento común a estos centros financieros es la existencia de marcos regulatorios predecibles, adecuados y eficientes que combinan estabilidad institucional con capacidad de adaptación. Los cuatro centros financieros globales presentan arquitecturas de supervisión consolidadas o altamente coordinadas, reduciendo costos regulatorios para instituciones que operan en múltiples segmentos. Singapur e Irlanda operan con supervisores centralizados, mientras que Hong Kong y Luxemburgo mantienen estructuras especializadas, pero con mecanismos efectivos de coordinación. La tradición jurídica, si bien relevante, no constituye una barrera limitante: tres de los cuatro centros operan bajo *common law*, pero Luxemburgo demuestra que jurisdicciones de derecho civil con alta especialización pueden alcanzar resultados equivalentes.

El diseño tributario representa un tercer factor determinante. Los sistemas fiscales de los centros exitosos comparten características estructurales: tasas corporativas competitivas globalmente, tratamiento favorable a las ganancias de capital —con exención completa en Hong Kong y Singapur, y regímenes de participation exemption— y redes extensas de convenios de doble tributación. Estos elementos reducen la carga fiscal efectiva sobre estructuras corporativas internacionales y eliminan la doble tributación. En contraste, los casos latinoamericanos presentan cargas tributarias más elevadas: Brasil aplica una tasa efectiva del 34% y México tiene una tasa de 30%. Panamá constituye una excepción regional con un régimen territorial que grava únicamente ingresos de fuente local con una tasa de 25%, complementado por incentivos específicos para su Centro Bancario Internacional y el Régimen Especial para Sedes de Empresas Multinacionales (SEM) que reduce la tasa al 5% para sedes multinacionales.

La apertura internacional constituye un cuarto elemento diferenciador. Los centros globales presentan una marcada orientación hacia mercados externos, evidenciada en alta presencia de instituciones extranjeras y predominancia de operaciones transfronterizas. En Luxemburgo, solo 7% de los bancos son nacionales; en Singapur, 77% de activos bajo gestión provienen del exterior. Esta internacionalización genera efectos de red y profundiza la liquidez. La conectividad con mercados estratégicos constituye una ventaja adicional: Hong Kong desarrolló una integración profunda con China continental mediante programas Connect; Irlanda y Luxemburgo aprovechan el mercado único europeo para la distribución transfronteriza de fondos UCITS. En América Latina, Panamá representa el caso más orientado a servicios transfronterizos, con su Centro Bancario Internacional atrayendo 64 bancos y su régimen SEM captando 184 sedes multinacionales.

El desarrollo de capital humano especializado es el quinto pilar. El sector financiero en general y la exportación de servicios financieros en particular, requiere trabajadores con conocimientos específicos y, al mismo tiempo, ofrece empleos formales con remuneraciones que superan el promedio de los países. Los centros financieros analizados han implementado programas nacionales estructurados para la promoción del capital humano especializado. Estos programas se complementan con incentivos migratorios y fiscales para talento internacional: Hong Kong opera 7 esquemas de admisión con políticas flexibles, Luxemburgo implementó un régimen fiscal con exención del 50% para expatriados y Singapur cuenta con visas especializadas para talento calificado.

Un sexto factor es la infraestructura de mercado y la integración regional. Los centros exitosos disponen de plataformas de negociación, custodia, compensación y liquidación que operan bajo estándares internacionales. Irlanda opera mediante Euronext Dublin, integrada al grupo paneuropeo; Luxemburgo lidera en deuda internacional con más de 40.000 instrumentos listados y Clearstream actuando como principal depositario europeo; Hong Kong presenta conectividad distintiva con China continental mediante HKEX. En América Latina, Brasil ejemplifica los beneficios de la consolidación: la integración bajo B3 en 2017 generó economías de escala, consolidándola como bolsa más grande de la región.

Por último, la innovación financiera es el séptimo elemento en común. Los centros competitivos mantienen estrategias activas combinando unidades especializadas en reguladores, sandboxes regulatorios y apoyo a ecosistemas fintech. Singapur cuenta con más de 1.300 firmas fintech, Hong Kong con más de 1.100 incluyendo diez unicornios. Luxemburgo destaca con proyectos en activos digitales como el bono digital del BEI. En América Latina, México lidera con Ley Fintech desde 2018 y más de 800 empresas fintech; Brasil demuestra impacto de infraestructura digital mediante Pix (178 millones de usuarios) y Open Finance Brasil (más de 800 instituciones conectadas).

El éxito de centros financieros resulta de complementariedades entre dimensiones institucionales, tributarias, regulatorias, de capital humano e infraestructura, junto la existencia de visiones estratégicas de largo plazo sostenidas más allá de ciclos políticos. Esta continuidad estratégica, combinada con los factores mencionados, constituye el patrón observable en jurisdicciones que han logrado consolidarse como centros financieros de relevancia internacional o regional y exportadores de servicios financieros.

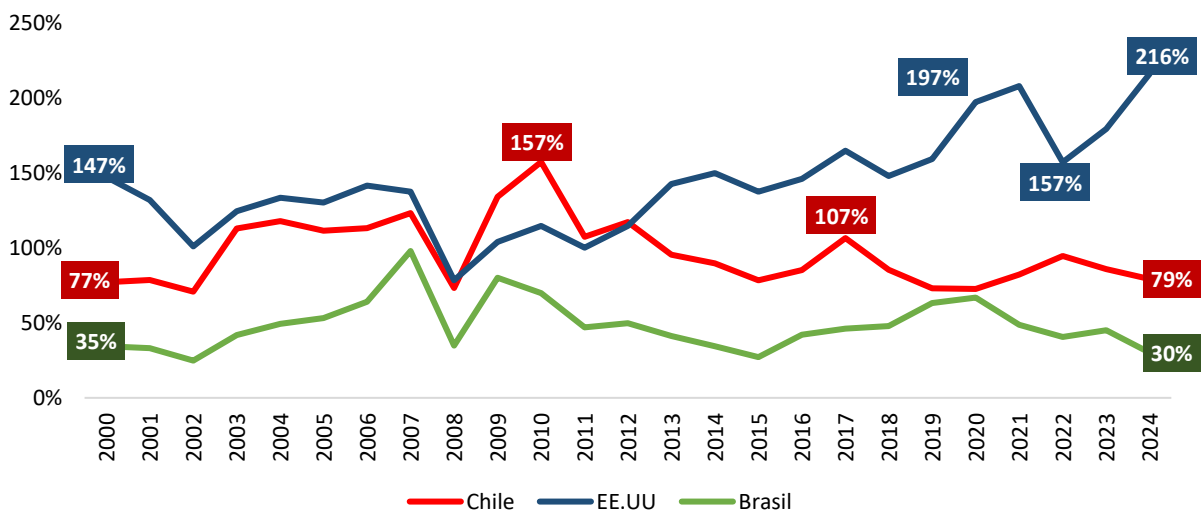
3 Contexto del mercado de capitales chileno (2000-2025): Avances y Retrocesos

Durante los últimos 25 años el mercado de capitales chileno experimentó cambios profundos, resultado de reformas estructurales, shocks externos e internos y modificaciones regulatorias y tributarias. El análisis de este período permite observar avances relevantes, pero también retrocesos que han reducido la profundidad del mercado y debilitado la aspiración de consolidar a Chile como un centro financiero regional, objetivo planteado desde la década de 1990 y retomado en 2019.

3.1 Evolución de Indicadores Clave del Mercado de Capitales: Análisis Comparativo

La evaluación del mercado de capitales chileno requiere una doble perspectiva: su posición relativa frente a Brasil en el contexto regional y su distancia respecto de la frontera de desarrollo representada por el mercado estadounidense. El análisis se centra en tres dimensiones del desarrollo financiero: la capitalización bursátil, que mide el valor de las empresas cotizadas; el crédito bancario al sector privado, que refleja la magnitud de la intermediación financiera; y el volumen de acciones transadas, que aproxima el grado de liquidez del mercado. Estos indicadores, expresados como porcentaje del PIB para el período 2000–2024, permiten caracterizar trayectorias y patrones diferenciados entre los países considerados.

Figura 3.1. Capitalización del mercado Bursátil (% del PIB): Chile, Estados Unidos y Brasil.

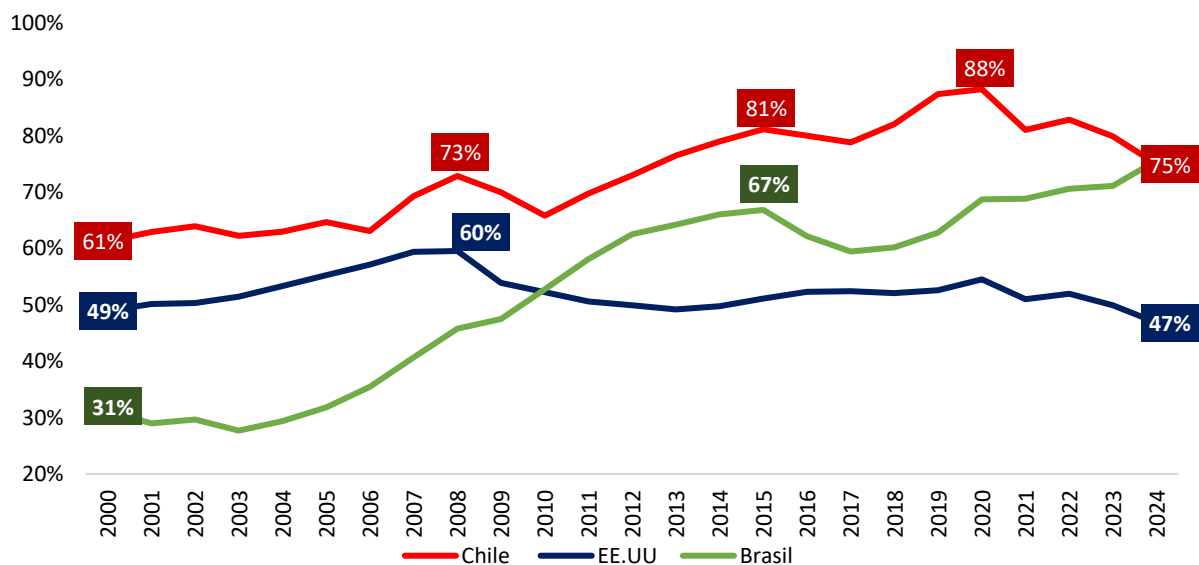


Nota: La capitalización bursátil corresponde al valor de mercado de las empresas domésticas listadas, calculado como el precio de la acción multiplicado por el número de acciones en circulación. El indicador se expresa como porcentaje del PIB y se basa en valores de cierre de año. Incluye acciones ordinarias y preferentes de empresas domésticas, y excluye fondos de inversión, fideicomisos y sociedades cuyo objeto sea mantener participaciones en otras empresas cotizadas. **Fuente:** Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial (2025).

La capitalización bursátil (Figura 3.1) presenta dinámicas claramente distintas entre las tres economías. En Estados Unidos, este indicador aumenta desde 147% del PIB en 2000 hasta 216% en 2024, con una aceleración observable a partir de 2020. En Chile, la capitalización bursátil alcanza un máximo de 157% del PIB en 2010 y posteriormente desciende de manera gradual, situándose en 79% en 2024, nivel similar al observado a comienzos del período. Como resultado, la diferencia entre ambos países se amplía desde aproximadamente 70 puntos porcentuales en 2000 hasta 137 puntos en 2024. Brasil, por su parte, registra niveles de capitalización inferiores a los de Chile durante todo el período, cerrando 2024 en torno a 30% del PIB. No obstante, tanto Chile como Brasil exhiben una tendencia descendente en este indicador durante la última década.

El crédito bancario al sector privado muestra una evolución distinta (Figura 3.2). En 2000, Chile registra un nivel de 61% del PIB, superior al de Brasil (31%) y Estados Unidos (49%). Posteriormente, el crédito bancario en Chile aumenta de forma gradual hasta alcanzar 88% en 2020, para luego moderarse a 75% en 2024. Brasil presenta una expansión más pronunciada, pasando de 31% a 76% del PIB en el mismo período, lo que conduce a una convergencia entre ambos países hacia el final de la muestra. En contraste, el crédito bancario en Estados Unidos se mantiene relativamente estable, oscilando en torno a 45–60% del PIB, y finaliza el período en 47%.

Figura 3.2. Profundidad de la Intermediación Bancaria: Crédito bancario al sector privado (% del PIB): Chile, Estado Unidos y Brasil.



Nota: El crédito bancario al sector privado corresponde a los recursos financieros otorgados por instituciones de depósito, excluyendo al banco central. Incluye préstamos y otros instrumentos de crédito, y se expresa como porcentaje del PIB. Las cifras corresponden a valores de cierre de año. **Fuente:** Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial (2025).

Estas diferencias responden, en buena medida, a la estructura del sistema financiero en cada economía. En el caso de Estados Unidos, el financiamiento empresarial se canaliza en mayor proporción a través de los mercados de capitales, mediante la emisión de bonos y acciones, lo que reduce la dependencia del crédito bancario. En Chile y Brasil, en cambio, el sistema bancario continúa desempeñando un rol central en la provisión de financiamiento al sector privado.

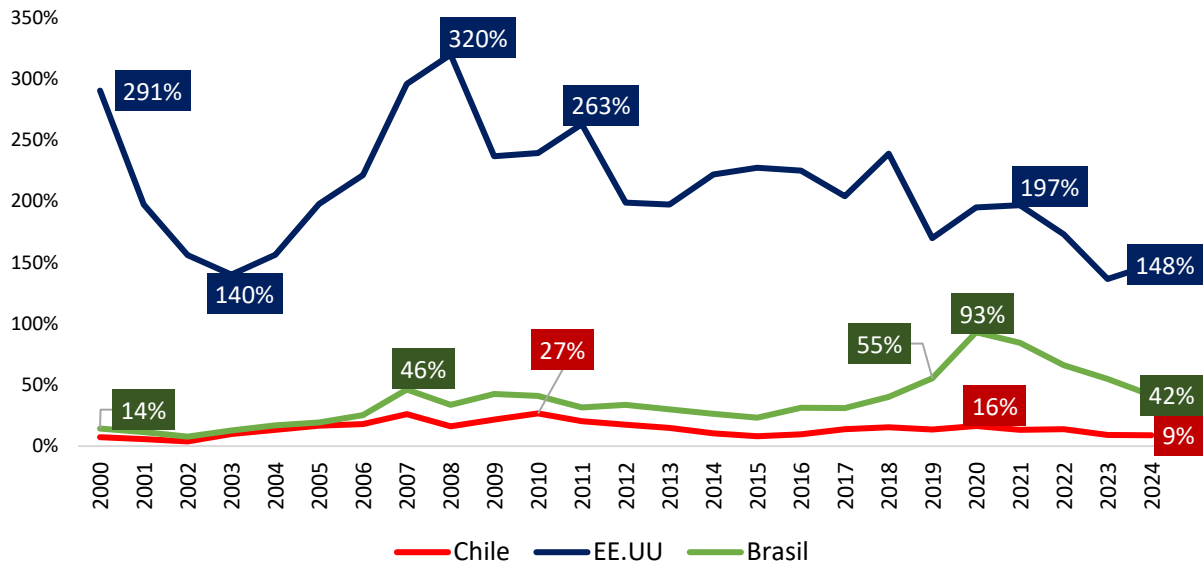
Sin embargo, el predominio de la banca en el financiamiento del sector privado no constituye una característica neutral desde el punto de vista del desarrollo económico. Ello se explica porque los bancos no están en condiciones de invertir en participaciones accionarias, exigen colateral y flujos de caja predecibles como condición de acceso al crédito, y aplican criterios de elegibilidad que tienden a excluir a firmas con estructuras financieras más complejas o proyectos de mayor riesgo. El Fondo Monetario Internacional documenta este fenómeno con precisión al mostrar que las empresas con menores ganancias, alto apalancamiento o ausencia de garantías de calidad son precisamente aquellas que la banca no está dispuesta a financiar, siendo derivadas hacia fuentes alternativas de financiamiento no bancario cuando estas existen, o quedando simplemente sin financiamiento cuando no las hay (IMF, 2024). Asimismo, en América Latina, alrededor del 30% de las pymes enfrenta restricciones de crédito, mientras que los spreads de tasas de interés entre préstamos a pequeñas empresas y grandes firmas se encuentran entre los más elevados del mundo en desarrollo, lo que refleja los límites del sistema bancario para atender la diversidad del tejido productivo (OECD et al., 2024).

Esta restricción tiene consecuencias que trascienden el ámbito financiero. La Perspectiva Económica de América Latina de la OCDE (2024) señala que las empresas de la región requieren mercados de capitales más robustos para financiar proyectos de inversión de largo plazo, y que la expansión de los mercados de renta fija y accionarios —incluyendo el capital de riesgo y el capital privado— constituye una condición necesaria para impulsar la innovación y la productividad. Por su parte, la OCDE (2025) identifica a los mercados de capitales locales como instrumentos críticos para cerrar las brechas de inversión en desarrollo sostenible, transición energética y formación de capital productivo en las economías emergentes. En la medida en que Chile continúa dependiendo principalmente del crédito bancario, el tipo de proyectos que efectivamente se materializa en la economía tiende a concentrarse en aquellos capaces de ofrecer garantías suficientes y generar flujos predecibles, privilegiando empresas establecidas por sobre emergentes, modelos probados por sobre innovadores, e inversiones de corto y mediano plazo por sobre aquellas de largo aliento. En este contexto, la dependencia del financiamiento bancario no solo restringe el acceso al crédito, sino que, en última instancia, condiciona el tipo de economía que Chile es capaz de construir y financiar.

Por su parte, el valor total transado en acciones como proporción del PIB proporciona información adicional sobre el funcionamiento de los mercados bursátiles (Figura 3.3). En Estados Unidos, este

indicador se ubica consistentemente en niveles elevados, fluctuando entre 140% y 320% del PIB durante el período analizado y cerrando 2024 en 148%. Estos valores reflejan una elevada rotación de acciones y una alta participación de distintos tipos de inversionistas. En Brasil, el monto transado muestra una trayectoria más volátil, con un aumento significativo entre 2019 y 2020, seguido de una moderación posterior, alcanzando 42% del PIB en 2024.

Figura 3.3: Monto Transado en Acciones como % del PIB - Chile, EE.UU. y Brasil (2000-2024)



Nota: El valor transado en acciones corresponde al monto total negociado en el mercado accionario, calculado como el número de acciones transadas multiplicado por sus precios. El indicador se expresa como porcentaje del PIB y se basa en valores de cierre de año. **Fuente:** Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial (2025).

En Chile, el valor transado en acciones alcanza un máximo de 27% del PIB en 2010 y luego desciende de manera sostenida hasta situarse en 9% en 2024. Esta evolución sugiere una disminución persistente en la rotación de acciones en el mercado local, alcanzando al cierre del período niveles reducidos tanto en perspectiva histórica como en comparación con Estados Unidos y Brasil.

La combinación de capitalización bursátil y volumen transado permite caracterizar el grado de actividad del mercado accionario en cada economía. En el caso chileno, la disminución conjunta de ambos indicadores sugiere un entorno con menor rotación y participación relativa en comparación con períodos anteriores. En contraste, Estados Unidos presenta niveles altos tanto de capitalización como de transacciones, mientras que Brasil muestra una capitalización más reducida, pero con mayor actividad transaccional relativa que Chile en los años recientes.

En conjunto, el análisis comparado muestra que Chile mantiene un sistema bancario de tamaño relevante en relación con su economía y una capitalización bursátil superior a la de Brasil, aunque inferior a la de Estados Unidos. Al mismo tiempo, se observa una reducción sostenida en la actividad del mercado accionario local, especialmente en términos de liquidez. Estas características motivan el examen de las principales iniciativas y reformas orientadas al mercado de capitales chileno, con el fin de analizar su alcance y los mecanismos a través de los cuales podrían incidir en la evolución futura de estos indicadores.

3.2 Principales Reformas al Mercado de Capitales (2000-2025)

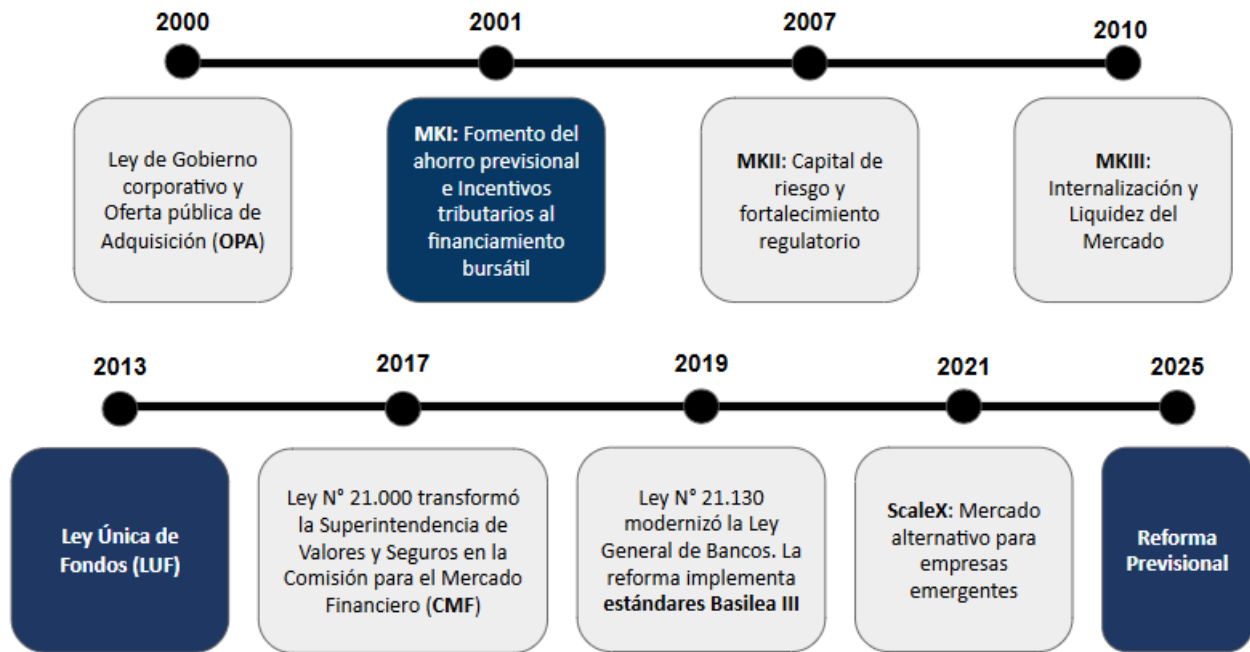
El desarrollo del mercado de capitales chileno experimentó transformaciones estructurales significativas durante el período 2000-2025, mediante un conjunto de reformas legislativas e institucionales que profundizaron la intermediación financiera, fortalecieron la arquitectura regulatoria y ampliaron el acceso al financiamiento. Esta sección sintetiza las principales reformas implementadas durante este período; el **Anexo A** presenta el detalle completo de estas reformas junto con otras iniciativas complementarias que también contribuyeron a la modernización del sistema financiero chileno. La Figura 3.1 ilustra la secuencia cronológica de los hitos más relevantes de este proceso modernizador.

Este ciclo de reformas consolidó las bases establecidas en décadas anteriores —liberalización financiera de los años 70-80, creación de las AFP (1980) y privatizaciones de los 90— adaptando el sistema financiero chileno a estándares internacionales y a las necesidades de una economía en desarrollo con creciente integración a los mercados globales.

La **Ley de Gobierno Corporativo y OPAs (2000)** inició este proceso al establecer mecanismos para mitigar problemas de agencia característicos de mercados emergentes con alta concentración accionaria. La legislación introdujo la obligatoriedad de ofertas públicas de adquisición al superar el 30% del control accionario, creó comités de auditoría, perfeccionó regulaciones sobre transacciones entre partes relacionadas y fortaleció estándares de divulgación corporativa, alineando las prácticas locales con recomendaciones de organismos multilaterales.

La **primera reforma integral (MKI, 2001)** representó un punto de inflexión en la profundización del mercado mediante dos instrumentos principales: la creación del Ahorro Previsional Voluntario (APV), estableciendo el tercer pilar del sistema previsional chileno, y el sistema de multifondos para cotizaciones obligatorias que diversificó las opciones de inversión según perfiles de riesgo de los afiliados. Adicionalmente, se crearon las Administradoras Generales de Fondos (AGF) para consolidar la industria de gestión de activos. En materia tributaria, la reforma estableció como principal incentivo la exención del impuesto a las ganancias de capital sobre las ventas en bolsa de acciones con alta presencia bursátil, con el objetivo de aumentar la participación, liquidez y profundidad del mercado accionario local.

Figura 3.1: Principales hitos de las reformas al mercado de capitales Chile (2000-2025)



Fuente: Elaboración propia.

El escándalo Inverlink (2003) condicionó la **segunda reforma (MKII, 2007)**, que aunque concebida originalmente para impulsar el capital de riesgo mediante exenciones tributarias y creación de sociedades por acciones (SpA), incorporó elementos robustos de supervisión financiera. La reforma introdujo requisitos más estrictos de custodia de títulos, amplió atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros ante situaciones de insolvencia, y permitió la desmutualización de bolsas, eliminando barreras de entrada para nuevos participantes y fomentando la innovación en la infraestructura de mercado.

La crisis financiera global motivó la **tercera reforma (MKIII, 2010)**, centrada en la integración internacional del mercado chileno. Las medidas más significativas facilitaron la internacionalización del peso chileno —autorizando transacciones en moneda nacional en la bolsa offshore—, ampliaron el universo de instrumentos elegibles para inversionistas institucionales extranjeros con exención tributaria, e incorporaron Exchange Traded Funds (ETFs) al sistema de fondos mutuos. Esta reforma consolidó el proceso de apertura de la cuenta de capitales y posicionó a Chile como plataforma regional para flujos de inversión global.

La **Ley Única de Fondos (LUF, 2013)**, componente central de la Agenda Mercado de Capitales Bicentenario, constituyó la transformación regulatoria más trascendental de la década al consolidar bajo un marco único la administración de fondos mutuos, de inversión y de capital extranjero, previamente regidos por normativas fragmentadas que generaban arbitraje

regulatorio y confusión entre inversionistas. Esta unificación simplificó operaciones, redujo costos transaccionales y mejoró la competencia entre vehículos de inversión, permitiendo un crecimiento sostenido de la industria en años posteriores.

El período 2014-2019 se caracterizó por la consolidación institucional mediante tres hitos principales. La **creación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF, 2017)** transformó el modelo sectorial fragmentado —previamente supervisado por la Superintendencia de Valores y Seguros— hacia un esquema de supervisión integrada que considera interconexiones y riesgos sistémicos, posteriormente fortalecido con la **absorción de la Superintendencia de Bancos**. La **implementación de Basilea III (2019)** mediante la modernización de la Ley General de Bancos elevó requerimientos de capital mediante colchones de conservación y contracíclicos, fortaleciendo la resiliencia del sistema bancario ante shocks macroeconómicos.

En el plano institucional, **ScaleX (2021)** vino a completar el ecosistema de financiamiento mediante la creación de un mercado bursátil alternativo especializado en empresas tecnológicas y de alto crecimiento, con requisitos regulatorios adaptados y orientado a inversionistas calificados. La posterior incorporación de acciones negociadas en ScaleX como activos alternativos elegibles para los fondos de pensiones constituye un avance normativo relevante (Superintendencia de Pensiones, 2024). Sin embargo, el ahorro institucional aún no se canaliza efectivamente hacia el emprendimiento, dado que las AFP no han materializado inversiones en este segmento. Adicionalmente, la habilitación para las AFP restringe la inversión a sociedades chilenas, excluyendo emisores de otras jurisdicciones que también transan o podrían transar en la plataforma. En línea con el objetivo de posicionar a Chile como un centro financiero regional, esta restricción debería revisarse, permitiendo la inversión en empresas extranjeras y ampliando así el alcance y la profundidad del mercado.

Por último, la Ley de Resiliencia (N°21.641, 2023) fortaleció la infraestructura del mercado financiero, otorgando certeza jurídica a las operaciones repo y derivados al definir su tratamiento en casos de liquidación forzosa, amplió el acceso a los sistemas de pago y liquidez del Banco Central a instituciones no bancarias y habilitó el uso de convenios marco de estándar internacional para estas operaciones.

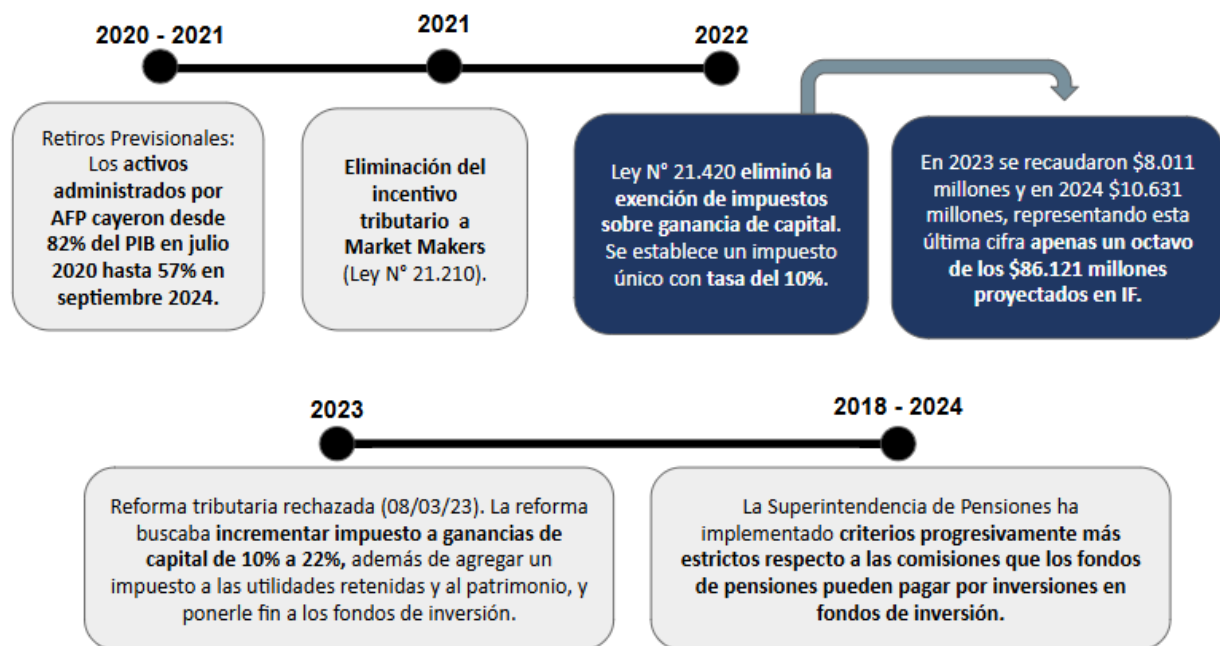
En conjunto, el período 2000-2025 refleja un proceso de modernización sostenido, caracterizado por avances institucionales y regulatorios que profundizaron el mercado de capitales chileno y lo acercaron a estándares internacionales. Sin embargo, este proceso no fue lineal, a partir de 2020 una serie de shocks y decisiones de política revirtieron parte de los avances acumulados, configurando un escenario de menor liquidez, mayor incertidumbre tributaria y contracción del ecosistema de intermediación. Estas políticas se analizan en la siguiente sección.

3.3 Retrocesos en el desarrollo del mercado de capitales

A pesar de las reformas orientadas a profundizar el mercado de capitales implementadas durante más de dos décadas, el período 2020-2024 estuvo marcado por una serie de shocks y decisiones de política que revirtieron avances significativos en el desarrollo del mercado financiero chileno (Figura 3.2). El **Anexo B** presenta el detalle completo de estos retrocesos.

El evento más disruptivo fueron los **tres retiros extraordinarios de fondos previsionales** (2020-2022), que totalizaron US\$48.339 millones, equivalentes al 25% de los fondos acumulados y al 18% del PIB. Los activos administrados por AFP se contrajeron desde 82% del PIB en julio 2020 hasta 57% en septiembre 2024, provocando una reducción del 43% en la liquidez del mercado de renta fija sin recuperación posterior observable (USS, 2024). El Banco Central estima que los retiros equivalen a retroceder la riqueza de los hogares aproximadamente diez años (Banco Central de Chile, 2023).

Figura 3.2: Principales retrocesos en el desarrollo del mercado de capitales chileno (2020-2024)



Fuente: Elaboración propia.

En el ámbito tributario, la **Ley N° 21.420 (2022)**, promulgada en el marco de la reforma tributaria para financiar la Pensión Garantizada Universal, **eliminó la exención de impuestos sobre ganancias de capital en acciones con presencia bursátil vigente desde 2001 estableciendo un impuesto único del 10%**. Sin embargo, la recaudación efectiva ha sido significativamente inferior a las proyecciones: en 2024 se recaudaron solo \$10.631 millones, apenas un octavo de los \$86.121 millones proyectados. El impacto sobre la confianza de los inversionistas se vio agravado por el

rechazo, en marzo de 2023, de una reforma tributaria más amplia que proponía, entre otras medidas, elevar el impuesto a las ganancias de capital al 22%, eliminar los fondos de inversión como vehículo tributario, crear un impuesto a las utilidades retenidas en sociedades de inversión, e introducir un impuesto al patrimonio para contribuyentes de altos ingresos. La sola tramitación de estas propuestas generó un período de incertidumbre de aproximadamente un año que deterioró las expectativas de los inversionistas respecto a la estabilidad del marco tributario chileno.

La **Ley N° 21.210 (2021) eliminó el incentivo tributario a los market makers**, resultando en la cancelación de 146 contratos solo en el primer trimestre 2021, deteriorando significativamente la provisión de liquidez en el mercado secundario. Paralelamente, los criterios progresivamente más estrictos de la Superintendencia de Pensiones respecto de las comisiones que los fondos de pensiones pueden pagar a gestores locales provocaron una **contracción de más de un 7% en el patrimonio de los fondos small y mid cap** entre 2018 y 2024 (Funds Society, 2025), con consecuencias que van más allá de la reducción del financiamiento disponible para empresas medianas de alto crecimiento. Fue a comienzos de 2022 cuando la Superintendencia intensificó los oficios a las AFP cuestionando sus inversiones en fondos nacionales de acciones de pequeña y mediana capitalización, lo que desencadenó una salida masiva y sostenida: a fines de ese año, AFP Capital había retirado el 45% de sus cuotas en fondos small cap, Cuprum el 40%, Hábitat el 34% y Uno el 19%, reduciéndose a la mitad la exposición total de la industria AFP a este segmento en solo dos años (Diario Financiero, 2024c).

El efecto sistémico de esta dinámica trasciende la pérdida de liquidez. La salida masiva de las AFP provocó un reprecio del costo de capital para las empresas medianas y pequeñas del país por dos vías simultáneas. La primera es directa: la reducción de liquidez en el mercado secundario de estas acciones deteriora su presencia bursátil y, al deteriorarse hasta perderla, el artículo 107 de la Ley sobre Impuesto a la Renta establece que el mayor valor que exceda el precio promedio de los últimos 90 días con presencia bursátil queda afecto al impuesto de primera categoría, cuya tasa general es del 27%, en lugar de la tasa preferencial del 10% que aplica mientras la acción mantiene presencia bursátil (Ley sobre Impuesto a la Renta, artículo 107, numeral 4).

El segundo mecanismo es indirecto: una menor profundidad de mercado eleva la prima de liquidez exigida por los inversionistas, encareciendo el financiamiento de las empresas con independencia de sus fundamentos. En este contexto, la liquidez deja de ser una característica microestructural del mercado y pasa a constituirse en un determinante central del costo de capital.

Estas dinámicas tienen implicancias directas sobre el acceso al financiamiento. Un mercado con baja actividad transaccional obliga a los inversionistas a exigir mayores retornos para compensar la dificultad de entrada y salida, lo que desincentiva tanto nuevas emisiones como la permanencia

de empresas en bolsa, además de presionar sus valorizaciones a la baja. La experiencia comparada resulta ilustrativa: en Perú, la introducción de un impuesto a las ganancias de capital en 2009 se asoció a una caída de 26% en el volumen diario transado entre 2010 y 2015, lo que llevó a MSCI a evaluar una reclasificación del mercado a una categoría de menor desarrollo, con el consecuente riesgo de salida de flujos de inversión (CLAPES UC, 2022).

La evidencia chilena apunta en la misma dirección. Los activos administrados por los fondos de pensiones cayeron desde más del 80% del PIB a fines de 2019 hasta el 56% en 2022, reduciendo significativamente la base de demanda institucional que históricamente había sostenido la profundidad del mercado. Como resultado, empresas potencialmente elegibles para financiarse en el mercado de capitales optan por alternativas más costosas o de menor escala, limitando la capacidad de la economía para canalizar ahorro hacia proyectos productivos y de alto crecimiento.

A estos efectos se suma una consecuencia de orden conductual sobre los propios inversionistas institucionales. La presión regulatoria derivada del cuestionamiento a los fondos small cap indujo en las AFP una aversión hacia el capital de riesgo local que se manifiesta en la composición actual de sus carteras de activos alternativos: según datos de la Superintendencia de Pensiones citados por Pension Policy International (2026), las posiciones en mercados privados de las siete AFP locales representan apenas el 5% del AUM total, con una marcada preferencia por los alternativos extranjeros. Esta orientación limita estructuralmente el flujo de ahorro institucional hacia el ecosistema de financiamiento de empresas emergentes chilenas, contradiciendo el propósito de iniciativas como ScaleX y perpetuando la dependencia del financiamiento bancario analizada en la sección 3.1.

Un retroceso adicional, menos visible pero igualmente significativo, es el **aumento sostenido de la carga regulatoria sobre los intermediarios del mercado de capitales**. En los últimos diez años, el negocio de corretaje bursátil experimentó una contracción significativa de actores, con el cierre de 19 corredoras de bolsa. De acuerdo con actores del sector, la regulación vigente obliga a asignar personal y recursos de cumplimiento que pueden representar entre el 8% y el 10% del costo operacional, generando presiones que afectan especialmente a los intermediarios de menor tamaño (Diario Financiero, 2024). Esta tendencia se extiende a las Administradoras Generales de Fondos: la nueva normativa de la CMF sobre gobierno corporativo y gestión integral de riesgos, cuya implementación progresiva comenzó en 2025, eleva los estándares exigidos a las administradoras en materia de estructura organizacional, control interno y patrimonio mínimo, con el riesgo de que aquellas que no puedan absorber los mayores costos terminen siendo adquiridas por actores más grandes o simplemente abandonen el mercado (EY, 2025). Este proceso de concentración reduce la diversidad de participantes, limita la competencia y estrecha el ecosistema de intermediación disponible para empresas e inversionistas. La industria de fondos de inversión refleja esta fragilidad: cerró 2024 con flujos netos negativos de US\$1.687 millones,

segundo año consecutivo con esa brecha, en un contexto donde el presidente de ACAFI llamó expresamente a entregar mayores certidumbres a los inversionistas para atraer capital local y extranjero al mercado (ACAFI, 2025).

Estos retrocesos representan una reversión sustancial de décadas de políticas orientadas a profundizar el mercado de capitales, con efectos persistentes sobre la liquidez, profundidad financiera y disponibilidad de financiamiento no bancario para empresas chilenas.

3.4 Del Análisis Comparado a la Acción: Lecciones para Chile

La experiencia internacional analizada en el Capítulo 2 identifica patrones comunes en los centros financieros exitosos, como Hong Kong, Singapur, Luxemburgo e Irlanda. Entre estos destacan la profundidad financiera sustentada en inversionistas institucionales, esquemas tributarios competitivos, apertura a los flujos transfronterizos, inversión sostenida en capital humano especializado, marcos regulatorios que favorecen la innovación preservando la estabilidad financiera e infraestructura de mercado integrada y eficiente que opera bajo estándares internacionales.

Al analizar el avance de Chile en cada uno de estos factores, destaca que si bien el país cuenta con ventajas competitivas relevantes como estabilidad macroeconómica, solidez institucional, apertura comercial, disponibilidad de capital humano calificado y una infraestructura de mercado desarrollada, aún persisten brechas en cada uno de los ejes que la experiencia internacional identifica como determinantes. El marco regulatorio no facilita plenamente el desarrollo del mercado financiero ni la apertura a participantes internacionales. El sistema tributario presenta asimetrías y complejidades que reducen el atractivo del mercado local frente a jurisdicciones. No existen mecanismos sistemáticos de atracción de capital humano especializado del exterior, a diferencia de los programas que operan en los centros financieros más desarrollados. En términos de infraestructura de mercado, la ausencia de una contraparte central que cubra todos los productos y participantes bajo estándares PFMI completos impide aprovechar las economías de escala y la integración operativa que caracterizan a los centros financieros más competitivos. Finalmente, el desarrollo de la innovación financiera y las fintech requiere una regulación clara y procedimientos expeditos que les permitan acceder a financiamiento y operar en condiciones competitivas, elementos que aún no están plenamente desarrollados en el marco regulatorio chileno.

Chile enfrenta además un contexto particular. Los retiros previsionales realizados entre 2020 y 2022 redujeron de manera significativa la base de ahorro institucional que sustentaba al mercado de capitales, con efectos directos sobre su liquidez. La inclusión de ScaleX en el universo elegible para los fondos de pensiones en 2024 constituye un avance, aunque la recuperación de la profundidad financiera requiere un proceso gradual y de largo plazo. En el ámbito tributario, la

tasa corporativa de 27% se ubica por sobre el rango observado en centros financieros comparables, mientras que el impuesto de 10% sobre las ganancias de capital ha tenido una recaudación inferior a la proyectada, con efectos sobre la liquidez del mercado accionario.

La agenda de reformas estructurales no es nueva en Chile. En 2019, el entonces ministro Felipe Larraín anunció un conjunto de medidas para fortalecer el mercado de capitales y posicionar al país como centro financiero regional, incluyendo facilidades para inversionistas no residentes y el acceso a valores extranjeros. Sin embargo, factores internos y externos interrumpieron su implementación, mientras otras economías avanzaron en procesos de modernización regulatoria, como Brasil que consolidó su infraestructura bursátil bajo B3 y modernizó el acceso de inversionistas no residentes mediante reformas regulatorias sucesivas.

En años recientes, Chile ha incorporado avances relevantes, entre ellos la Ley Fintech, Ley de Resiliencia del Sistema Financiero (ambas de 2023), el Sistema de Finanzas Abiertas, la integración bursátil regional a través de nuam y nuevas instancias de coordinación público-privada. Estos elementos constituyen una base institucional que requiere ser articulada en una estrategia coherente y sostenida para fortalecer el desarrollo del mercado financiero en el largo plazo.

4 Ventajas y obstáculos del mercado financiero chileno para su consolidación como centro financiero regional

4.1 Ventajas y potencial de Chile en la región

Chile cuenta con ventajas competitivas relevantes en la región para consolidarse como un centro financiero exportador de servicios. El tamaño de la economía no constituye una restricción determinante, como lo demuestra la existencia de múltiples países de menor escala que se han posicionado exitosamente como centros financieros internacionales. Economías como Singapur, Luxemburgo o Irlanda han demostrado que la calidad institucional, la estabilidad normativa y la especialización estratégica son factores más determinantes que el tamaño del mercado doméstico para atraer flujos de capital y servicios financieros internacionales.

Chile presenta condiciones favorables para atraer inversión extranjera, según el Índice de Oportunidad Global (GOI) que evalúa el potencial de 116 países para captar flujos de capital (Milken Institute, 2025). En su edición 2025, Chile ocupa la **posición 40 a nivel global y lidera América Latina y el Caribe**, superando a economías de mayor tamaño como México (62), Brasil (68) y Colombia (69) (Tabla 4.1). El desempeño de Chile resulta particularmente destacado en las dimensiones institucionales y normativas del índice (Milken Institute, 2025):

- **Percepción comercial** (posición 40 global, 1° regional): Refleja la confianza de inversionistas en el entorno de negocios.
- **Marco institucional** (posición 34 global, 1° regional): Evalúa la calidad de las instituciones públicas y el cumplimiento de derechos de los inversionistas.
- **Normas y políticas internacionales** (posición 42 global, 1° regional): Mide el cumplimiento de estándares internacionales y la integración en acuerdos multilaterales.
- **Servicios financieros** (posición regional 2°, tras Brasil): Captura la profundidad de los mercados de capitales y el acceso a financiamiento.
- **Bases económicas**⁷ (posición regional 7°): Evalúa el escenario macroeconómico, la especialización de la fuerza laboral y factores que influyen en el crecimiento.

Este liderazgo regional refleja un entorno institucional y normativo relativamente más favorable para la inversión, factores que resultan determinantes para desarrollar un centro financiero

⁷ Chile muestra una posición intermedia debido a la desaceleración del crecimiento, y la inflación y desempleo elevados en 2023 (Milken Institute, 2025).

exportador de servicios. Las ventajas comparativas de Chile en calidad institucional y marco normativo constituyen una base sobre la cual se puede construir una propuesta de valor diferenciada para posicionar al país como un centro financiero regional.

A estas ventajas institucionales y normativas se suma una infraestructura del mercado financiero que constituye un activo diferenciador para Chile en la región. Esta infraestructura opera bajo los estándares internacionales de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI) del CPMI e IOSCO, marcos que Chile adoptó formalmente en 2017 mediante un compromiso conjunto de todas las autoridades financieras del país, y respecto de los cuales obtuvo calificación máxima en la evaluación internacional de cumplimiento para sus principales infraestructuras el año 2018 (CMF, 2018; Banco Central de Chile, s.f.).

Tabla 4.1: Índice de Oportunidad Global 2025, países de Latinoamérica y el Caribe.

Latam y el Caribe	Posición Índice de Oportunidad Global 2025	Latam y el Caribe	Posición Índice de Oportunidad Global 2025
Chile	40	República Dominicana	76
Uruguay	44	Trinidad y Tobago	77
Costa Rica	47	Argentina	80
México	62	Guatemala	81
Perú	64	Paraguay	84
Jamaica	65	El Salvador	86
Brasil	68	Ecuador	89
Colombia	69	Bolivia	91
Panamá	71	Nicaragua	92
Honduras	97		

Nota: Índice de Oportunidad Global agrega cinco categorías relacionadas a la inversión: percepción comercial, bases económicas, servicios financieros, marco institucional y las normas y políticas internacionales. Los centros financieros analizados previamente presentan las siguientes posiciones en este ranking: Singapur (6°), Hong Kong (15°), Luxemburgo (16°) e Irlanda (17°).

Fuente: Milken Institute, 2025.

RECUADRO 4.I.: Otros indicadores de competitividad

IMD World Competitiveness Ranking (2025)

Chile lidera Latinoamérica en competitividad general (posición 42 global) y destaca especialmente en eficiencia del gobierno (posición 30), superando ampliamente al resto de la región.

Ranking por Dimensión	Posición Global	Posición Regional
Eficiencia del gobierno	30	1°
Eficiencia empresarial	43	2°
Infraestructura	48	2°
Desempeño económico	44	3°

Nota: El World Competitiveness Ranking del International Institute for Management Development (IMD) evalúa 69 economías a partir de cuatro pilares: desempeño económico, eficiencia del gobierno, eficiencia empresarial e infraestructura.

Fuente: IMD, 2025.

Indicadores de Gobernanza del Banco Mundial (2024)

Chile lidera América Latina en calidad regulatoria y ocupa el segundo lugar regional en imperio de la ley (tras Uruguay), reflejando capacidad institucional para implementar políticas que fomenten el desarrollo de un país exportador de servicios financieros.

Índice de Capital Humano del Banco Mundial (2020)

Chile lidera el índice de capital humano en América Latina, indicando mayor potencial de productividad futura basado en educación y salud. El desempeño relativo de Chile en esta índice evidencia una base de capital humano comparativamente más desarrollada en la región, condición necesaria para avanzar hacia actividades financieras de mayor valor agregado.

4.2 Obstáculos y fricciones del mercado financiero chileno

A pesar de las ventajas institucionales que posicionan a Chile como uno de los mercados más sólidos de la región, el sistema financiero nacional enfrenta limitaciones estructurales que dificultan su consolidación como un exportador de servicios financieros. Esta sección identifica algunos de los principales obstáculos que restringen la profundidad, liquidez y competitividad internacional del mercado de capitales chileno, así como su capacidad para atraer y canalizar inversión extranjera de manera eficiente.

4.2.1 Barreras tributarias

Eliminación de la exención a ganancias de capital (2022): La Ley N° 21.420 revirtió un pilar vigente desde 2001, gravando con 10% las ganancias en acciones con presencia bursátil. Esta modificación encareció el costo del capital accionario reduciendo la competitividad del mercado local frente a otros países.

Impuesto de Timbres y Estampillas: Si bien el DL 3.475 contempla diversas exenciones, estas se aplican mayoritariamente cuando el acreedor es residente o una institución financiera local, no extendiéndose de manera general a operaciones de financiamiento cuyo acreedor es no residente. Esta estructura genera una discriminación tributaria por residencia del acreedor y desincentiva la participación de bancos e inversionistas internacionales en operaciones de crédito.

Impuesto Adicional sobre intereses: El artículo 59 de la Ley sobre Impuesto a la Renta no establece expresamente que el refinanciamiento o la cesión en el exterior de créditos originados en el mercado local mantenga la tasa reducida del 4% del Impuesto Adicional. En ausencia de una regla explícita, la tributación de estos intereses queda sujeta a calificación por parte de la autoridad, pudiendo aplicarse la tasa general (35% o 40%), lo que introduce incertidumbre tributaria y desincentiva el refinanciamiento internacional de deuda chilena.

Retención en la fuente para no residentes en bonos corporativos: La retención del impuesto adicional aplicable a inversionistas extranjeros se calcula sobre el "interés fiscal devengado" y no sobre el cupón efectivamente pagado, generando una distorsión en la carga tributaria efectiva respecto de otros instrumentos de deuda.

IVA en comisiones por intermediación financiera a no residentes: Los servicios de intermediación financieras aplican IVA sobre sus comisiones de intermediación con independencia de la residencia del cliente, dado que la exención de exportación de servicios contemplada en el artículo 12, letra E, N°16 del DL 825 exige calificación previa de Aduanas y requiere acreditar que el servicio es utilizado en el extranjero. Esto implica un costo adicional sobre los inversionistas extranjeros.

Volatilidad en propuestas tributarias: La previsibilidad del marco tributario es un factor crítico para la consolidación de la confianza de los inversionistas. En este ámbito, Chile ha experimentado una elevada volatilidad normativa, acumulando cuatro reformas tributarias mayores en un período de diez años (2014, 2020, 2022 y 2023-rechazada). El proyecto rechazado en 2023 proponía elevar el impuesto a las ganancias de capital a un 22%, generando un año de incertidumbre en las decisiones de inversión.

4.2.2 Barreras de acceso operativo e institucional

Restricciones de entrada a inversionistas extranjeros:

- Para abrir una cuenta bancaria en Chile, los inversionistas extranjeros deben contar con RUT. La Resolución N° 42/2025 del SII constituye el procedimiento más reciente orientado a simplificar la obtención de RUT para contribuyentes no domiciliados ni residentes en Chile, representando un avance administrativo relevante. No obstante, persisten restricciones asociadas a la moneda, la jurisdicción y el tipo de operaciones permitidas, lo que limita la competitividad de Chile para consolidarse como un centro financiero regional, especialmente en comparación con otras jurisdicciones donde la apertura de cuentas es más expedita.
- Adicionalmente, inversionistas que ya han completado procesos de debida diligencia (KYC/AML) en bancos internacionales de primer nivel deben repetir dichos procedimientos al ingresar al sistema financiero chileno, sin que existan mecanismos de reconocimiento o equivalencia regulatoria. Esta duplicación de procesos incrementa los costos de transacción y prolonga los plazos de entrada.

Acceso restrictivo al Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR): La participación directa en el LBTR es exclusiva para bancos, excluyendo a otras entidades financieras reguladas que deben operar necesariamente a través de intermediarios bancarios. Esta restricción aumenta la exposición crediticia intradía al multiplicar puntos de contraparte en la cadena de liquidación, eleva los costos operacionales por capas de intermediación innecesarias, y concentra riesgos de liquidez en el sistema bancario cuando entidades no bancarias podrían gestionarlos directamente (BIS, 2022).

4.2.3 Deterioro de la profundidad y liquidez del mercado

Contracción de fondos especializados: Criterios restrictivos de la Superintendencia de Pensiones sobre comisiones provocaron una reducción considerable en el patrimonio de fondos small/mid-cap entre 2018 y 2024, reduciendo una vía fundamental de financiamiento no bancario.

Crisis de liquidez persistente: Los volúmenes transados en el mercado bursátil chileno evidencian un mercado **altamente concentrado**, lo que presiona la liquidez y la participación de inversionistas institucionales.

- **Alta concentración:** En 2024, las 20 acciones más transadas concentraron el 89% del volumen total, frente al 86% registrado en 2023, mientras que las 10 principales capturaron el 69% del mercado (Bolsa de Santiago, 2024). Este patrón refleja un mercado donde un número reducido de acciones de alta capitalización concentra la liquidez institucional.
- **Colapso de market makers:** La eliminación del incentivo tributario asociado a contratos de market making, introducida por la Ley N° 21.210 (2021), derivó en la cancelación de 146 contratos durante el primer trimestre de 2021 (Diario Financiero, 2021). Esta contracción redujo de forma significativa la liquidez en acciones de menor capitalización, exacerbando la concentración del mercado.
- **Shock de los retiros previsionales:** Los tres retiros extraordinarios de fondos previsionales realizados entre 2020 y 2022 totalizaron US\$ 48.339 millones, equivalentes a aproximadamente 18% del PIB, provocando una contracción de los activos administrados por el sistema previsional desde 82% a 57% del PIB. Entre sus efectos estructurales destacan una reducción cercana al 43% en la liquidez del mercado de renta fija (USS, 2024), una destrucción de riqueza equivalente a retroceder una década (Banco Central de Chile, 2023) y la salida permanente de inversionistas institucionales, muchos de los cuales no han retornado al mercado local.
- **Restricciones al régimen de inversión de las AFP:** El marco regulatorio vigente restringe de manera significativa la participación de las AFP en mercados over-the-counter (OTC), canalizando la mayor parte de sus transacciones hacia plataformas bursátiles formales. Si bien este enfoque busca reforzar la transparencia y la supervisión, reduce la flexibilidad operativa y limita el acceso a liquidez fuera de mercado.

En conjunto, estos obstáculos introducen fricciones tributarias, regulatorias y operativas que limitan la profundidad y competitividad internacional del mercado financiero chileno. Superar estas restricciones resulta clave para avanzar hacia un sistema financiero más integrado, dinámico y competitivo a nivel internacional.

Estas limitaciones serán abordadas en las propuestas que se presentan en la sección 7, orientadas a reducir fricciones regulatorias y tributarias, fortalecer la profundidad y liquidez del mercado, y mejorar la competitividad internacional del sistema financiero chileno, con el objetivo de consolidar a Chile como una plataforma regional de servicios financieros.

5 Beneficios económicos de convertir a Chile en un centro Financiero Regional

La consolidación de Chile como un centro financiero regional, con reconocimiento internacional para la exportación de servicios financieros, tiene el potencial de generar una amplia gama de beneficios económicos y sociales, tanto a través del fortalecimiento del mercado de capitales como mediante efectos directos e indirectos sobre el crecimiento económico, el empleo, los salarios y el acceso al financiamiento.

En el ámbito económico, la evidencia señala que un mercado de capitales robusto se asocia positivamente con un mayor crecimiento económico (King y Levine, 1993; Rajan y Zingales, 1998; Levine, Loayza y Beck, 2000). A su vez, el desarrollo del sector financiero implicaría mayor demanda de empleo y salarios, tanto de forma directa como indirecta a través del crecimiento económico. Chodorow-Reich et al. (2021) documentaron que incrementos en la riqueza bursátil aumentan el empleo en industrias no transables, estimando que un aumento del 20% en valoraciones bursátiles eleva la masa salarial total en al menos 1.7%. Por su parte, Chari, Henry y Sasson (2012) encontraron que la apertura del mercado de capitales a flujos de capital extranjero triplica la tasa de crecimiento del salario real manufacturero durante los tres años siguientes, aumentando la compensación anual de los trabajadores en casi un 20%. Respecto al empleo directo del sector, Philippon y Reshef (2012) documentan que el sector financiero demanda trabajadores altamente calificados y ofrece salarios superiores en comparación con otros sectores. En su análisis para Estados Unidos durante el período 1909–2006, los autores muestran que hacia 2006 el premio salarial en finanzas alcanzaba un 50% en promedio.

Además, un sector financiero más robusto permite un mayor acceso al crédito para personas y empresas. Beck et al. (2008) encontraron que el desarrollo financiero se asocia con un mayor crecimiento de las pequeñas empresas respecto a las grandes, beneficiando particularmente a las PyMEs que enfrentan mayores restricciones de financiamiento. En cuanto a los hogares, Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez Peria (2008) demostraron que sistemas financieros más desarrollados y competitivos presentan menores barreras de acceso bancario, incluyendo menores saldos mínimos, comisiones más bajas y menos requisitos documentales.

Considerando la trayectoria de Hong Kong, que en una década aumento la participación de su sector financiero en PIB en aproximadamente un 60%⁸, resulta plausible suponer que la contribución del sector de servicios financieros al PIB chileno, actualmente del 3,1%, podría alcanzar el 5% en el mediano plazo si se implementan las reformas necesarias para fortalecer el mercado de capitales y promover la exportación de servicios financieros.

⁸ El sector financiero en Hong Kong paso de una participación de 16,5% del PIB en 2013 a un 26,2% en 2024.

5.1 Estimación del impacto en el crecimiento del PIB

Para cuantificar el efecto que tendría el desarrollo de Chile como centro financiero regional sobre el crecimiento económico agregado, se realizó un ejercicio de proyección que considera la interacción dinámica entre el sector financiero y el PIB total. El ejercicio parte de un escenario base en que el PIB chileno alcanza USD 338 mil millones en 2025⁹, con el sector financiero representando el 3,1% de dicho total. Se proyecta que el PIB total crece a una tasa de 2,5% anual, asumiendo que los demás sectores de la economía mantienen su trayectoria de crecimiento histórica, mientras que el sector financiero acelera su expansión para aumentar su participación hasta un 5% del PIB en un horizonte de 10 años (2025-2035).

La metodología empleada reconoce que el crecimiento acelerado del sector financiero modifica la tasa de crecimiento agregada del PIB, generando un efecto de retroalimentación que debe ser incorporado en el cálculo. El procedimiento se realizó mediante un método iterativo año por año. A modo ilustrativo, para el primer año de la proyección (2026) el cálculo opera de la siguiente manera: primero, se proyecta el crecimiento del resto de los sectores de la economía (que representan el 97% del PIB en 2025) a una tasa de 2,5%, pasando de USD 327.522 millones a USD 335.710 millones. Segundo, se establece que el sector financiero debe alcanzar una participación de 3,3% del PIB total en 2026, siguiendo una trayectoria lineal hacia la meta del 5%. Dado que el PIB total es la suma del resto de sectores más el sector financiero, y que este último debe representar el 3,3% del total, se resuelve iterativamente que el PIB total alcanza USD 347.116 millones y el sector financiero USD 11.407 millones. Esto implica que el sector financiero creció 8,9% respecto al año anterior, mientras que el PIB total creció 2,7%, es decir, 0.2 puntos porcentuales por sobre el crecimiento base de 2,5%. Este mismo procedimiento se replica para cada año subsiguiente, actualizando los valores base y las participaciones objetivo (ver Tabla 5.1).

Los resultados indican que alcanzar una participación del 5% del PIB en 2035 requeriría que el sector de servicios financieros creciera a una tasa real promedio de 7,7% anual durante el período de transición. Esta expansión acelerada del sector financiero elevaría la tasa de crecimiento promedio del PIB total desde 2,5% a 2,7% anual, representando una contribución adicional de 0.2 puntos porcentuales por año. En términos acumulados, el desarrollo del sector financiero aportaría aproximadamente 2 puntos porcentuales al crecimiento total del PIB durante la década de transición.

Considerando el PIB proyectado para 2035 de USD 441 mil millones, esto representa cerca de USD 8.800 millones adicionales en actividad económica anual respecto al escenario sin desarrollo del

⁹ El PIB de Chile en 2024 ascendió a aproximadamente USD 330 mil millones. Durante el 2025, la actividad económica anotó un crecimiento de 2,5% respecto al año anterior, proyectando para dicho año un PIB de USD 338 mil millones.

centro financiero¹⁰. Asimismo, el sector financiero pasaría de USD 10.478 millones en 2025 a USD 22.047 millones en 2035, prácticamente duplicando su tamaño en términos reales. Más aún, estos cálculos capturan únicamente el efecto directo del crecimiento del sector financiero, sin considerar los efectos multiplicadores sobre otros sectores de la economía ni los beneficios indirectos documentados en la literatura respecto a mayor acceso al financiamiento, innovación y productividad.

Tabla 5.1. Trayectoria del sector financiero y contribución al crecimiento del PIB (2025-2035).

Año	PIB Total (millones USD)	Sector Financiero	Part. Sector Fin. (%)	Crec. Sector Fin. (%)	Crec. PIB Total (%)	Contrib. Adicional (pp)
2025	338.000	10.478	3,1	-	-	-
2026	347.117	11.407	3,3	8,86	2,7	0,2
2027	356.494	12.392	3,5	8,63	2,7	0,2
2028	366.127	13.422	3,7	8,31	2,7	0,2
2029	376.022	14.499	3,9	8,02	2,7	0,2
2030	386.185	15.624	4,1	7,76	2,7	0,2
2031	396.625	16.800	4,2	7,53	2,7	0,2
2032	407.349	18.028	4,4	7,31	2,7	0,2
2033	418.365	19.311	4,6	7,11	2,7	0,2
2034	429.680	20.650	4,8	6,93	2,7	0,2
2035	441.303	22.047	5	6,77	2,7	0,2

Nota: Valores en millones de USD a precios constantes de 2017. Supuestos: resto de sectores crece 2.5% anual; sector financiero aumenta participación de 3,1% a 5% en 10 años. La contribución adicional mide puntos porcentuales de crecimiento del PIB por encima del escenario base. Elaboración propia.

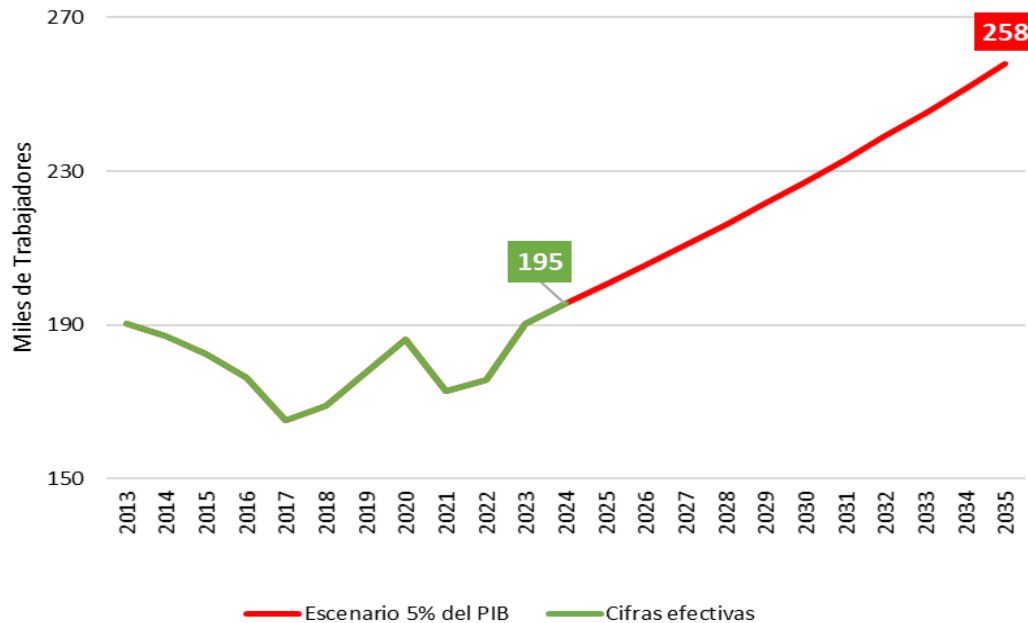
Este mayor dinamismo del sector financiero tendría también efectos significativos sobre el empleo. Bajo el supuesto de que el empleo total y el empleo del sector de servicios financieros crecen a una tasa equivalente a la mitad del crecimiento del PIB total y del PIB del sector respectivamente¹¹, se obtiene que la industria de servicios financieros podría generar del orden de 62 mil nuevos empleos en diez años, lo que representa un aumento cercano al 32% respecto del nivel actual. En este escenario el empleo en los servicios financieros alcanzaría

¹⁰ En un escenario sin desarrollo del centro financiero, donde todos los sectores (incluido el financiero) crecen a una tasa anual de 2,5%, el PIB de Chile alcanzaría USD 432 mil millones en 2035.

¹¹ **Elasticidad empleo-PIB de 0,5:** Se asume que el empleo crece a la mitad de la tasa del PIB. Así, con crecimiento del PIB total de 2,5% anual, el empleo total crecería 1,25% anual; y con crecimiento del PIB financiero de 7%, el empleo sectorial crecería 3,5% anual. Este parámetro se valida con datos históricos chilenos: 2018-2024 (sin pandemia) muestra crecimiento del PIB financiero de 8% y empleo de 4% (elasticidad 0,5); actualizando a noviembre 2025, PIB creció 11% y empleo 5% (elasticidad 0,45). La elasticidad de 0,5 es consistente con estimaciones del Banco Mundial (Burgi et al., 2024): 0,423 para servicios en Chile, mediana global 0,55, con más del 50% de países entre 0,25 y 0,75.

aproximadamente 258 mil personas en 2035, equivalentes a alrededor del 2,6% del empleo total (Figura 5.1).

Figura 5.1: Empleo del sector financiero en escenario 5% del PIB (2035).



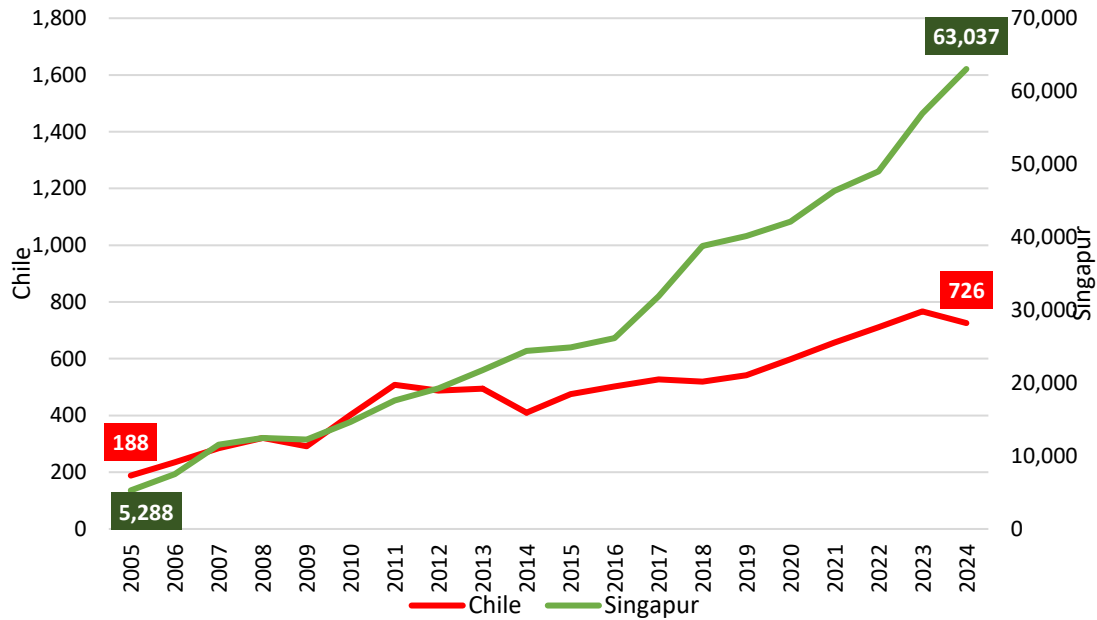
Nota: Se supone un crecimiento del PIB total de 2,4% en 2025 y 2,5% anual en adelante. y que el empleo total crece la mitad que el PIB total y el empleo en el sector financiero crece la mitad que el PIB del sector financiero.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Por otro lado, la experiencia reciente de países de tamaño comparable a Chile que se han consolidado como centros financieros internacionales muestra que el potencial de crecimiento de las exportaciones de servicios financieros es significativo. Con información disponible desde 2005, se observa que Singapur multiplicó por más de doce veces sus exportaciones de servicios financieros, pasando desde niveles cercanos a US\$5 mil millones a alcanzar un monto de alrededor de US\$63 mil millones anuales en 2024 (Figura 5.2). En contraste, Chile mantiene exportaciones de servicios financieros persistentemente bajas, lo que sugiere la existencia de un amplio margen de expansión.

Cabe destacar que el desarrollo del sector financiero generaría empleos de mayor calidad y mejor remunerados que el promedio de la economía. Según la Encuesta Suplementaria de Ingresos 2024 del INE, el sector de actividades financieras y de seguros registra el ingreso mediano más alto de todos los sectores económicos del país, con \$1.212.023 mensuales, casi el doble de la mediana nacional de \$611.162, superando incluso a sectores tradicionalmente bien remunerados como la minería (Tabla 5.2).

Figura 5.2: Exportaciones de servicios financieros y de seguros Chile y Singapur entre 2005 y 2024 (millones de USD)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

Tabla 5.2. Mediana de ingresos por sector (2024).

Sector	Ingreso mediano 2024
Financiero y Seguros	\$1.212.023
Minería	\$1.080.000
Profesionales/Científicas	\$1.007.710
Información y Comunicaciones	\$997.507
Administración Pública	\$957.606
Total nacional	\$611.162

Fuente: Elaboración propia con datos del INE, Encuesta Suplementaria de Ingresos (ESI) 2024.

En síntesis, la evidencia empírica y los ejercicios presentados en esta sección muestran que la consolidación de Chile como centro financiero regional podría generar beneficios económicos relevantes en términos de crecimiento sectorial, empleo y expansión de exportaciones de servicios financieros. Escenarios más ambiciosos, como duplicar la participación del sector financiero hasta 8% del PIB y una convergencia de largo plazo hacia niveles comparables con Singapur, se desarrollan en detalle el **Anexo C**.

6 Estado de Avance de la Agenda para el Desarrollo del Mercado de Capitales (2019)

En septiembre de 2019, durante el Chile Day en Londres, el Ministerio de Hacienda presentó una agenda consensuada entre el sector público y privado orientada a posicionar a Chile como centro financiero regional. La iniciativa, elaborada en coordinación entre el Consejo Consultivo de Mercado de Capitales, la Comisión para el Mercado Financiero y el Banco Central, contempló 10 ejes estratégicos y 24 medidas específicas destinadas a reducir fricciones regulatorias, modernizar procedimientos y elevar la competitividad del mercado de capitales chileno.

Este apartado evalúa el estado de implementación de dichas medidas durante el período 2019-2025, con el objetivo de identificar brechas pendientes y sentar las bases para las propuestas que se desarrollan en las secciones subsiguientes. El detalle de los 10 ejes, las 24 medidas y su grado de avance se presenta en el **Anexo D**; en esta sección se ofrece un análisis agregado y transversal de los principales resultados y tendencias observadas.

La evaluación evidencia una implementación fragmentada de la agenda presentada en 2019. De las 24 medidas propuestas, 7 fueron implementadas completamente (29%), 3 de forma parcial (13%) y 14 permanecen sin implementación (58%). Este resultado debe interpretarse a la luz de un período extraordinariamente disruptivo para el país entre 2019 y 2024, caracterizado por el estallido social de octubre de 2019, la pandemia de COVID-19, los retiros de fondos de pensiones, el proceso constitucional y diversas iniciativas de reforma tributaria. Este contexto reorientó las prioridades regulatorias hacia la estabilización del sistema financiero y la recuperación de la profundidad del mercado, postergando reformas estructurales de mediano plazo contempladas en la agenda original.

Facilitación de Inversión Extranjera (Ejes 1-3)

El Eje 1, orientado a simplificar procedimientos para inversionistas no residentes, registra el mayor avance relativo con 3 de 4 medidas implementadas. La modernización del procedimiento de obtención del RUT simplificado (Resolución Exenta 150/2020 y Resolución Exenta 42/2025), la simplificación de acreditación de residencia fiscal (Resolución Exenta 151/2020), y la actualización del registro de accionistas para dividendos eliminaron fricciones administrativas significativas. La medida pendiente sobre delegación de debida diligencia (KYC) enfrenta obstáculos relacionados con el secreto bancario y requiere modificaciones legislativas a la Ley 19.913. El Eje 2, sobre adopción de prácticas internacionales en renta fija, logró avances mediante la Ley Fintec (21.521/2023) que integró plataformas OTC al perímetro regulatorio de la CMF, aunque persiste la restricción crítica que limita a las AFP a transar principalmente en mercados bursátiles, manteniendo la fragmentación estructural del mercado. El Eje 3, referido al registro de valores

extranjeros, no fue implementado: el marco regulatorio mantiene el esquema de reconocimiento basado en acuerdos bilaterales (MoU), sin adoptar criterios de equivalencia regulatoria que ampliarían significativamente el universo de instrumentos accesibles para inversionistas chilenos.

Competitividad Tributaria (Ejes 4-5)

Los Ejes 4 y 5, que contemplaban eliminar asimetrías tributarias en operaciones de crédito y mercado de capitales, no registraron implementación alguna de las 5 medidas presentadas. Las múltiples reformas tributarias del período 2019-2025 (Ley 21.210 de 2020 y Ley 21.420 de 2022) se enfocaron en objetivos de recaudación, modificación de tasas y ajustes a regímenes de inversión, sin abordar las asimetrías identificadas entre operaciones económicamente equivalentes. La persistencia de tratamientos diferenciados en el Impuesto de Timbres y Estampillas según residencia del acreedor, tasas de Impuesto Adicional diferenciadas para créditos refinanciados versus originados en el exterior (4% versus potencialmente 35%), y asimetrías en préstamos de valores y contratos derivados mantiene ineficiencias que distorsionan decisiones de inversión y desincentivan la participación de capital extranjero. En algunos casos, como la Ley 21.420 que elevó la tasa general de Impuesto Adicional de 35% a 40%, las reformas ampliaron las brechas tributarias existentes en lugar de reducirlas.

Infraestructura y Marco Institucional (Ejes 6-7)

El Eje 6, sobre simplificación del proceso de emisión de valores, no fue implementado en su dimensión estructural. La Norma de Carácter General 457/2021 redujo exigencias formales al estandarizar requisitos para instrumentos de deuda y disminuir la carga documental. Sin embargo, el emisor aún debe enviar previamente a la Comisión los prospectos y folletos utilizados en la difusión de la emisión. El Eje 7, sobre infraestructura de mercado financiero, muestra implementación mixta. La creación del Sistema Integrado de Información sobre Transacciones de Derivados (SIID-TR) en 2019, operativo desde 2022, constituye un logro completo alineado con los Principios aplicables a infraestructuras del mercado financiero (PFMI). La Ley 21.641 de 2023 representa un avance importante en segregación y portabilidad de garantías, aunque no alcanza el estándar completo del Principio 14 de PFMI y depende de normativa complementaria pendiente. Las medidas sobre modernización de la Ley del Depósito de Valores e interconexión de contrapartes centrales permanecen sin implementación legislativa, existen avances operativos y reconocimientos internacionales (equivalencia regulatoria otorgada por la Comisión Europea en 2022) que contribuyen parcialmente a los objetivos.

Desarrollo de Instrumentos y Flexibilización (Ejes 8-10)

El Eje 8, orientado al desarrollo de la industria de fondos, no solo no avanzó, sino que experimentó retrocesos. La restricción del 35% de concentración de aportantes se mantiene y la Ley 21.210

endureció requisitos para Fondos de Inversión Privados (elevando de 4 a 8 el número mínimo de aportantes no relacionados). La Tasa Máxima Convencional no fue eliminada para préstamos grandes ni operaciones en moneda extranjera; por el contrario, la Resolución CMF 9077/2023 extendió la aplicación de TMC a operaciones en moneda extranjera que previamente no estaban sujetas a esta limitación. El Eje 9, sobre perfeccionamiento del marco legal de contratos financieros, logró implementación limitada. El close out netting fue actualizado normativamente por el Banco Central en 2019 y 2024, pero se mantiene restringido a bancos e inversionistas institucionales sin extenderse a empresas corporativas no financieras como proponía la agenda. El Eje 10, referido a flexibilización de límites de inversión de inversionistas institucionales, registra éxito significativo con 2 de 3 medidas implementadas. El mecanismo establecido en abril 2024 permite al Banco Central ajustar límites de inversión en activos alternativos mediante el Régimen de Inversión, y se eliminó la asimetría regulatoria en canjes de bonos entre mercados locales e internacionales. El límite de renta variable del Fondo de Cesantía fue autorizado por primera vez en 5% (2023), aunque el objetivo propuesto de 10% permanece pendiente.

La implementación fragmentada de la agenda 2019 refleja tanto la magnitud de las disrupciones que enfrentó Chile durante el período como la complejidad inherente de reformas estructurales al mercado de capitales que requieren coordinación entre múltiples actores institucionales y modificaciones legislativas que enfrentan ciclos políticos prolongados. Tres dimensiones críticas emergen como brechas persistentes: (1) la competitividad tributaria, donde ninguna de las asimetrías identificadas fue corregida, e incluso hubo retrocesos, (2) el acceso a valores extranjeros, donde el esquema de reconocimiento permanece restrictivo, y (3) la flexibilización de instrumentos financieros, donde se observaron retrocesos en lugar de avances.

Este diagnóstico, junto con los aprendizajes derivados de la experiencia internacional analizada en el Capítulo 2 y las implicancias discutidas en la Sección 3.4, motiva las propuestas específicas que se desarrollan en la sección siguiente.

7 Agenda Integrada para convertir a Chile en un CFR líder en exportación de servicios financieros

La aspiración de convertir a Chile en un centro financiero regional requiere una visión estratégica de largo plazo, que se mantenga más allá de los ciclos políticos y sustentada en una implementación coherente y sostenida de medidas que se refuercen mutuamente. La experiencia internacional analizada en la sección 2 muestra que los países que han tenido éxito han construido su posicionamiento a partir de marcos institucionales estables, sistemas tributarios competitivos, una apertura efectiva al mundo, inversión sostenida en capital humano, infraestructura de mercado adecuada y una promoción activa de la innovación financiera. Más aún, esta experiencia demuestra que la transformación es alcanzable incluso para economías pequeñas: Luxemburgo, con menos de un millón de habitantes, apostó por los servicios financieros tras la crisis del acero de los años setenta y logró que ese sector representara hoy el 25% de su PIB.

La sección 3 muestra que entre 2000 y 2025 Chile tuvo avances importantes, como las reformas MKI, MKII, MKIII y la Ley Única de Fondos, junto con la consolidación institucional derivada de la creación de la Comisión para el Mercado Financiero. Sin embargo, también se observan retrocesos relevantes. Entre ellos destacan los retiros previsionales, que redujeron en cerca de un 25 por ciento el ahorro acumulado, reformas tributarias que eliminaron exenciones a las ganancias de capital, la eliminación de incentivos a los market makers y la reducción del tamaño del segmento de fondos small y mid cap.

Las secciones 4 y 5 indican que Chile cuenta con ventajas competitivas a nivel regional, especialmente en términos de estabilidad, solidez institucional y disponibilidad de capital humano calificado. Si estas fortalezas se aprovechan adecuadamente, podrían generar más empleo calificado y un aumento sostenido de las exportaciones de servicios financieros. No obstante, también se identifican barreras estructurales y regulatorias que limitan la capacidad del país para consolidarse como exportador de este tipo de servicios. Este capítulo reúne el diagnóstico previo en una agenda integrada de política pública, organizada en torno a ejes estratégicos que la experiencia internacional reconoce como claves para el desarrollo de mercados de capitales competitivos. Esta agenda considera tanto las medidas pendientes de la Agenda 2019, cuyo avance ha sido limitado (sección 6), como nuevas propuestas orientadas a superar las brechas identificadas.

7.1 Eje 1: Marco Regulatorio Predecible y Fortalecimiento de los Inversionistas Institucionales

7.1.1 Prioridad 1.1: Consenso de no implementar nuevos retiros previsionales

La evidencia documentada por Larraín et al. (2024) demuestra que el ahorro previsional explicó un tercio del crecimiento de la inversión doméstica como porcentaje del PIB entre 1981 y 2023, y representó un 28,5% del ahorro nacional al 2023. Asimismo, los activos de fondos de pensiones como porcentaje del PIB explican aproximadamente 7% del crecimiento anual promedio del PIB real observado en el período.

La implementación de nuevos retiros previsionales consolidaría la destrucción de capital institucional como una característica permanente del sistema, debilitando de forma estructural el ahorro de largo plazo y eliminando la posibilidad de desarrollar un mercado de capitales profundo y competitivo.

Esta medida requiere la construcción de un consenso transversal que reconozca que los retiros previsionales, independientemente de las justificaciones coyunturales que los motiven, generan costos económicos de largo plazo cuya reversión requiere décadas. Establecer un consenso transversal de no recurrir nuevamente a retiros previsionales resulta fundamental para restablecer la predictibilidad regulatoria y fortalecer la confianza de los inversionistas institucionales¹².

7.1.2 Prioridad 1.2: Acceso a información bancaria bajo reglas claras y control judicial

En Chile se ha vuelto a abrir el debate sobre el levantamiento del secreto bancario. Si este se amplía sin reglas claras y sin resguardar bien los derechos de las personas, puede generar incertidumbre y afectar la confianza de los inversionistas en el país.

El marco legal chileno ya permite el acceso a información bancaria en casos específicos. La Ley General de Bancos, la Ley N° 19.913 que crea la Unidad de Análisis Financiero (UAF), y las modificaciones introducidas por la Ley N° 21.577, facultan al Ministerio Público y a la UAF para solicitar información bancaria, analizar operaciones sospechosas e inmovilizar activos en investigaciones por delitos como el lavado de activos y el crimen organizado.

En este contexto, cualquier ajuste al régimen vigente debiera enfocarse en mejorar la efectividad de estos mecanismos. Es clave que estos accesos sigan sujetos a control judicial y se utilicen solo con fines de persecución de delitos, resguardando la certeza jurídica y la confianza en el sistema financiero.

¹² Otro aspecto a considerar en relación con la confianza de los inversionistas internacionales es la revisión del nuevo proceso de licitación de afiliados, así como los tiempos de adaptación a la nueva reforma de pensiones.

7.1.3 Prioridad 1.3: Ampliación del universo de inversión de fondos de pensiones mediante autorización de operaciones REPOS

El Régimen de Inversión, marco regulatorio que define dónde las AFP pueden invertir los recursos, ha evolucionado gradualmente desde la creación del sistema en 1981, expandiéndose desde una lista restringida de instrumentos de renta fija nacional hacia un universo más diversificado que incluye renta variable nacional e internacional y, más recientemente, activos alternativos (Macías, 2024). Sin embargo, existen clases de activos y estructuras de mercado que, siendo comunes en mercados desarrollados y accesibles para otros inversionistas institucionales chilenos, permanecen fuera del alcance de los fondos de pensiones o presentan restricciones significativas que dificultan su uso efectivo. Un ejemplo de ello es el uso de operaciones de pacto de retrocompra (REPOS), los cuales no están autorizados como instrumento de inversión, ni como mecanismo de gestión de liquidez en condiciones regulares de mercado¹³ (Nuam, 2025).

En este contexto, se propone modificar el Decreto Ley N° 3.500, en particular el artículo 45 o su reglamento asociado, para incorporar expresamente las operaciones de pacto de retrocompra (REPOS) sobre instrumentos de renta fija con mínimo de calidad crediticia como instrumentos autorizados para inversión de fondos de pensiones.

Para mitigar las preocupaciones legítimas sobre apalancamiento la autorización debe establecer: (i) limitación exclusiva a fines de gestión de liquidez, no de apalancamiento para inversión; (ii) límites cuantitativos prudenciales para evitar un uso excesivo; (iii) compensación y liquidación a través de entidad de contraparte central (ECC) para mitigar riesgo de contraparte y (iv) restricción a REPOS sobre instrumentos de alta calidad crediticia. Esta modificación alinea el régimen chileno con prácticas internacionales de fondos de pensiones en jurisdicciones desarrolladas sin incurrir en riesgos de apalancamiento excesivo (FMI, 2025).

7.2 Eje 2: Competitividad Tributaria

Las propuestas incluidas en este eje consideran la evaluación del impacto fiscal, tanto de primera como de segunda vuelta, como un criterio relevante para su implementación. Sin embargo, el presente informe no desarrolla estimaciones cuantitativas de dichos impactos, ya que estas requieren un análisis específico que excede el alcance de este documento y deberá ser abordado en instancias posteriores.

¹³ Tras los retiros previsionales, el BCCh habilitó excepcionalmente una ventanilla para el mercado repo que permitió a las AFP vender un activo con un compromiso de recompra con el fin de obtener liquidez inmediata (BCCh, s.f.). Sin embargo, esta fue una medida extraordinaria y no permanente. La preocupación de la Superintendencia de Pensiones ha sido que "estas operaciones 'apalanquen' parte de los fondos" (Diario Financiero, 2020).

7.2.1 Prioridad 2.1: Revisión del régimen tributario de ganancias de capital de acciones con presencia bursátil¹⁴

En 2022 se modificó el artículo 107 de la LIR mediante la Ley N° 21.420, reemplazando la exención tributaria aplicable a las ganancias de capital obtenidas en la enajenación de acciones con presencia bursátil por una tasa única del 10%. La estructura tributaria resultante presenta asimetrías que generan efectos adversos: (i) mientras acciones con presencia bursátil quedaron gravadas al 10%, otros instrumentos de renta variable mantuvieron tratamientos diferenciados, distorsionando decisiones de inversión; (ii) instrumentos derivados quedan afectos al Impuesto de Primera Categoría conforme a tasa corporativa, generando una brecha de hasta 17 puntos porcentuales versus el subyacente, lo que desincentiva cobertura y restringe el desarrollo del mercado de derivados.

La coexistencia de múltiples regímenes tributarios aplicables a instrumentos de renta variable contribuye a fragmentar el mercado y reducir su profundidad. Este efecto resulta particularmente perjudicial en economías pequeñas y abiertas como Chile, donde la escala limitada del mercado doméstico restringe oportunidades de diversificación (Bekaert et al., 2005). Además, la recaudación efectiva ha sido significativamente inferior a proyecciones: \$10.631 millones en 2024 versus \$86.121 millones proyectados, representando apenas un octavo de lo estimado (Marusic, 2025).

Por esto se propone restituir el tratamiento de no renta para las ganancias de capital obtenidas en la enajenación de acciones, cuotas de fondos de inversión o fondos mutuos inscritos en una bolsa chilena, eliminando la tasa del 10% introducida en 2022 y extender el régimen simplificado y neutral de tributación a otros instrumentos de renta variable transados en mercados regulados. Este régimen debiera aplicarse al menos a: (i) acciones de compañías chilenas, independientemente de nivel de presencia bursátil; (ii) acciones de compañías extranjeras negociadas en bolsas locales y (iii) instrumentos derivados cuyo subyacente corresponda a activos de renta variable transados en mercados regulados.

Esta reforma resulta consistente con experiencia internacional: Hong Kong y Singapur eximen completamente de impuestos las ganancias de capital. La incorporación de instrumentos derivados en un régimen tributario coherente con subyacentes es fundamental para fomentar el desarrollo de mercados de derivados que cumplen funciones económicas clave, como la transferencia eficiente de riesgos y provisión de liquidez (Stulz, 2004).

Si bien esta reforma podría implicar una menor recaudación directa por concepto de impuesto a las ganancias de capital en el corto plazo, dicha disminución sería compensada en gran parte por

¹⁴ Cabe destacar que el Gobierno anunció en marzo de 2026 la eliminación del impuesto a la ganancia de capital como parte de su plan de reactivación económica.

un aumento en la recaudación de otros impuestos, tales como el IVA y el impuesto a la renta, asociados a los servicios complementarios al mercado financiero¹⁵. Estos efectos se derivarían de una mayor dinámica de operaciones, intermediación y provisión de servicios financieros, producto del incremento en la liquidez, profundidad y atractivo del mercado de renta variable chileno para inversionistas locales y extranjeros (Nuam, 2025).

7.2.2 Prioridad 2.2: Eliminación de tributación sobre ganancias cambiarias no realizadas de entidades controladas en el exterior

En Chile, las ganancias contables en pesos chilenos producto de movimientos cambiarios de posiciones (acciones de filiales y subsidiarias) en el exterior son gravadas con impuesto de primera categoría. Esto significa que se gravan utilidades no realizadas por diferencia de cambio de activos en el exterior. Lo anterior dificulta que país se posicione como jurisdicción atractiva para holdings regionales.

Este tratamiento tributario responde a una combinación de principios estructurales del sistema impositivo chileno. En particular, se sustenta en la definición amplia de renta del artículo 2° N°1 de la LIR, que comprende "todos los beneficios, utilidades e incrementos de patrimonio que se perciban o devenguen, cualquiera que sea su naturaleza, origen o denominación"; en la obligación de llevar contabilidad completa conforme al artículo 68° de la LIR; en el sistema de corrección monetaria del artículo 41° de la LIR que exige que las diferencias de cambio "se cargarán a los resultados del balance" afectando la determinación de la renta líquida; y en el principio de renta mundial establecido en el artículo 3° de la LIR.

A diferencia de Chile, la mayoría de las economías desarrolladas cuenta con regímenes de *participation exemption* que excluyen de tributación los dividendos y las ganancias de capital provenientes de participaciones en el exterior. De los 37 Estados miembros OCDE, 34 países ofrecen alguna exención o deducción para ingresos por dividendos, 30 países ofrecen exención para ganancias de capital y 29 países ofrecen exención o deducción para ambas. Chile, junto con Corea y México, no ofrecían ninguna exención hasta 2021 (Tax Foundation, 2021).

En este sentido, se propone modificar el sistema tributario chileno para excluir del Impuesto de Primera Categoría ganancias contables en CLP producto de movimientos cambiarios sobre participaciones permanentes en filiales y subsidiarias en el exterior, mientras dichas ganancias no se realicen mediante enajenación de participación o distribución de dividendos. Esta modificación debería contemplar al menos los siguientes elementos: (i) una definición de participación permanente estableciendo criterios claros (participación superior al 10% del capital con intención

¹⁵ La cuantificación de los efectos fiscales netos de esta reforma, incluyendo la menor recaudación directa por ganancias de capital y el mayor recaudo indirecto por IVA e impuesto a la renta asociado a servicios financieros, debería ser estimada por la Dirección de Presupuestos (DIPRES) en el marco del proceso legislativo correspondiente.

de mantención de largo plazo), (ii) el tratamiento al momento de realización aplicando régimen tributario correspondiente sobre valor efectivamente percibido y (iii) la coordinación con normas anti-elusión asegurando que régimen no sea utilizado para diferir artificialmente tributación mediante estructuras abusivas.

7.2.3 Prioridad 2.3: Simplificación del régimen de retención sobre intereses de bonos corporativos para inversionistas extranjeros

Los bonos corporativos de oferta pública emitidos en Chile están sujetos a un régimen de retención de impuestos sobre intereses más complejo y menos competitivo para inversionistas extranjeros que el aplicable a instrumentos de deuda emitidos en el extranjero. La retención del impuesto adicional del 4% (artículo 59 LIR) se calcula sobre "interés fiscal devengado" determinado en función del valor de colocación del bono, no sobre el cupón efectivamente pagado al inversionista (Nuam, 2025). Este diseño genera distorsiones en la carga tributaria efectiva y reduce el atractivo de los bonos locales para inversionistas no residentes.

Desde una perspectiva de desarrollo financiero, este tipo de restricciones impide avanzar hacia lo que Burger y Warnock (2007) denominan un "círculo virtuoso de desarrollo del mercado de bonos", en el cual países que implementan políticas amigables con los acreedores logran impulsar el crecimiento de sus mercados de bonos locales, el cual facilita la expansión de mercados de derivados, mejora la gestión de riesgos y atrae una mayor participación de inversionistas internacionales.

Bajo este contexto, se propone establecer que la retención del impuesto adicional del 4% se aplique exclusivamente a inversionistas no residentes, sobre el monto bruto del interés efectivamente pagado al extranjero, mediante un mecanismo de retención simplificado que no requiera obtención de RUT chileno ni contratación de un agente retenedor local (Nuam, 2025). Esta recomendación es consistente con las conclusiones del FMI (2023) sobre la necesidad de simplificar procesos administrativos para ampliar el uso del peso chileno en mercados financieros, atraer mayor inversión internacional y mitigar el riesgo cambiario de emisores de bonos.

7.2.4 Prioridad 2.4: Exención de IVA a comisiones por servicios de intermediación financiera prestados a no residentes:

Cuando un intermediario financiero en Chile presta servicios a un cliente no residente las comisiones que percibe quedan gravadas con IVA del 19%. La exención contemplada para la exportación de servicios del Decreto Ley 825 no es aplicable para el servicio de intermediación financiera, debido a que para acceder a ella se requiere calificación previa del Servicio Nacional de Aduanas y acreditar que el servicio es utilizado exclusivamente en el extranjero, requisito que no puede cumplirse cuando la transacción recae sobre activos que se transan en el mercado local.

Se propone determinar que las comisiones percibidas por corredores de bolsa, gestoras de activos y demás intermediarios financieros por servicios prestados a personas sin domicilio ni residencia en Chile queden exentas de IVA, equiparando su tratamiento al de otras exportaciones de servicios. Alternativamente, se propone modificar la Resolución Exenta N°2511 del Servicio Nacional de Aduanas para incluir expresamente los servicios de intermediación financiera en el listado de servicios calificables como exportación, eliminando la incertidumbre jurídica actual y reduciendo los costos de los servicios financieros chilenos para inversionistas no residentes.

7.2.5 Medidas tributarias pendientes de Agenda 2019

Hay seis asimetrías tributarias identificadas en la Agenda 2019 que permanecen sin implementación y deben ser abordadas como complemento a las reformas prioritarias anteriores:

Medida 2.5.1: Extender exención Impuesto de Timbres y Estampillas a acreedores extranjeros

El Impuesto de Timbres y Estampillas, regulado en el Decreto Ley N°3.475 grava los documentos que dan cuenta de operaciones de crédito de dinero. El artículo 24 N°6 de dicha ley establece una exención para los documentos otorgados por bancos o instituciones financieras en operaciones de depósito o captación de capitales. Sin embargo, esta exención aplica exclusivamente cuando los ahorrantes e inversionistas son locales.

Propuesta: Modificar el artículo 24 del DL 3.475 para extender la exención independientemente de la residencia del acreedor en operaciones de financiamiento corporativo.

Medida 2.5.2: Aplicar una tasa de 4% a intereses de créditos refinanciados en el exterior

El artículo 59 de la Ley sobre Impuesto a la Renta aplica una tasa de 35% a los intereses de créditos originados en Chile y posteriormente refinanciados en el exterior, a diferencia de créditos otorgados directamente desde el extranjero, que acceden a una tasa de 4%. Esta asimetría desincentiva la cesión de deuda a inversionistas extranjeros y limita el desarrollo del mercado de capitales.

Propuesta: Modificar el artículo 59 de la LIR para extender la tasa reducida de 4% a los intereses de créditos originados en Chile que sean refinanciados en el exterior.

Medida 2.5.3: Permitir compensar pérdidas acumuladas en fondos antes de distribuir utilidades

El régimen tributario aplicable a los fondos regulados por la Ley Única de Fondos puede generar distorsiones cuando existen pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores. En particular, la normativa vigente no establece de forma expresa un orden de imputación que permita compensar dichas pérdidas antes de considerar la obligación de distribuir beneficios, lo que puede derivar en la exigencia de repartir dividendos aun cuando el fondo mantenga pérdidas acumuladas.

Propuesta: Perfeccionar la Ley Única de Fondos estableciendo expresamente que los beneficios netos percibidos por un fondo deben destinarse, en primer lugar, a la compensación de pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores. Solo una vez absorbidas dichas pérdidas, los beneficios podrán ser considerados para efectos de distribución.

Medida 2.5.4: Homologar el tratamiento tributario de préstamos de valores con ventas cortas

El artículo 17 N°8 de la LIR establece un tratamiento tributario favorable para los préstamos de valores realizados en operaciones bursátiles de venta corta, al no considerarlos enajenación. Sin embargo, este tratamiento no se extiende a los préstamos administrativos de valores efectuados entre intermediarios con fines operativos.

Propuesta: Extender el tratamiento tributario aplicable a los préstamos de valores en operaciones de venta corta a los préstamos administrativos de valores reconociendo que en ambos casos se trata de cesiones temporales sin transferencia económica definitiva del activo.

Medida 2.5.5: Eximir las ganancias de capital en derivados sobre acciones, sobre acciones, cuotas de fondos de inversión o fondos mutuos con presencia bursátil

Propuesta: Precisar y asegurar la aplicación del régimen tributario definido en la Prioridad 2.1 a los contratos de derivados sobre acciones, cuotas de fondos de inversión o fondos mutuos con presencia bursátil, eliminando asimetrías entre el activo subyacente y sus derivados.

Medida 2.5.6: Eliminar asimetrías tributarias entre rescate y disminución de cuotas en fondos

La normativa vigente aplica tratamientos tributarios diferenciados al rescate de cuotas y a la devolución de recursos mediante disminución del valor cuota, pese a que ambos mecanismos constituyen formas económicamente equivalentes de retorno de capital a los partícipes

Propuesta: Modificar el artículo 107 de la LIR para establecer un tratamiento tributario uniforme del mayor valor obtenido en (i) el rescate de cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión y (ii) la devolución de aportes mediante disminución de cuotas o reducción de capital del fondo.

7.3 Eje 3: Apertura Internacional Efectiva

7.3.1 Prioridad 3.1: Facilitar acceso de AFP a mercados OTC de renta fija

El marco regulatorio actual restringe significativamente la capacidad de AFP para transar en mercados Over-The-Counter (OTC), obligándolas a operar principalmente en mercados bursátiles. La Ley Fintech (21.521/2023) integró plataformas OTC al perímetro regulatorio de CMF, pero persiste la restricción específica para las AFP.

Por ello, se propone modificar la normativa aplicable a las AFP para autorizar transacciones en mercados OTC de renta fija bajo supervisión de la CMF, estableciendo requisitos de reporte,

gestión de riesgo de contraparte, uso preferente de plataformas electrónicas y límites prudenciales. Con esto se busca alcanzar un aumento significativo en la liquidez del mercado de renta fija, permitiendo que las AFP accedan a una mayor profundidad de mercado en la negociación de instrumentos de deuda.

7.3.2 Prioridad 3.2: Adoptar reconocimiento de valores extranjeros por equivalencia regulatoria

Para que valores extranjeros puedan ser ofrecidos públicamente en Chile es necesario inscribirlos en el Registro de Valores Extranjeros de la CMF, con un costo de 34 UF. La Ley N°18.045 de Mercado de Valores y la NCG N°352 de la CMF establecen la posibilidad de exceptuar de inscripción a valores extranjeros cuando la CMF haya suscrito un convenio de colaboración con el regulador de la jurisdicción de origen. Sin embargo, en la práctica son pocas las jurisdicciones que cuentan con este tipo de acuerdos vigentes, lo que limita la agilidad del mercado. Este enfoque resulta lento e insuficiente para posicionar a Chile como un centro financiero regional competitivo.

Por esto la agenda 2019 propuso adoptar criterios de equivalencia regulatoria siguiendo el modelo de Unión Europea, para reemplazar el actual esquema basado en convenios bilaterales específicos por un mecanismo que permita exceptuar de la obligación de inscripción a aquellos valores emitidos en jurisdicciones que cuenten con marcos regulatorios y de supervisión que cumplan estándares internacionales y tengan similitudes con la regulación chilena. Este mecanismo debiera sustentarse en criterios objetivos y verificables, resguardando la protección de los inversionistas.

7.3.3 Prioridad 3.3: Implementar delegación de debida diligencia (KYC) a instituciones extranjeras

La agenda 2019 propuso permitir que instituciones financieras chilenas deleguen procesos KYC en instituciones extranjeras de jurisdicciones reconocidas, ya que la Ley N°19.913, que crea la Unidad de Análisis Financiero (UAF), establece que cada institución financiera es individualmente responsable de la identificación y conocimiento de sus clientes. En consecuencia, no se permite que una institución financiera utilice directamente el proceso de *Know Your Client* (KYC) realizado por otra, generando duplicidades operativas y mayores costos de cumplimiento.

A nivel internacional, existen experiencias que han avanzado hacia esquemas de intercambio controlado de información entre instituciones financieras. Un ejemplo es Singapur, donde en 2024 la Monetary Authority of Singapore (MAS) lanzó la plataforma COSMIC, que permite compartir información relevante entre instituciones financieras para fortalecer la detección de operaciones sospechosas de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Este intercambio se realiza bante sospechas fundadas, y en una etapa inicial con participación voluntaria de un grupo acotado de bancos, lo que requirió modificaciones legales al marco regulatorio vigente (MAS, 2024).

7.3.4 Prioridad 3.4: Simplificación administrativa para inversionistas no residentes

A pesar de los esfuerzos recientes de simplificación del RUT, materializados en las Resoluciones Exentas N° 150/2020 y N° 42/2025 del Servicio de Impuestos Internos, el marco actual mantiene barreras administrativas significativas que limitan la competitividad de Chile en la atracción de capital extranjero. En particular, las restricciones vigentes en materia de moneda, jurisdicción y tipo de operaciones permitidas, establecidas en la Resolución N° 42, contrastan con los estándares de centros financieros internacionales, donde los inversionistas no residentes enfrentan procesos considerablemente más ágiles y flexibles.

Para consolidar a Chile como centro financiero regional, la CMF debe liderar una revisión integral de los requisitos administrativos aplicables a inversionistas no residentes, con el objetivo de identificar y eliminar fricciones innecesarias. Esta revisión debe contemplar la simplificación de documentación requerida, la eliminación de requisitos redundantes, la digitalización completa de procesos y la implementación de una ventanilla única virtual que centralice y agilice todos los trámites necesarios para que inversionistas extranjeros puedan operar en el mercado chileno.

7.4 Eje 4: Desarrollo de Capital Humano Especializado

La Sección 2.4 muestra que los centros financieros más competitivos cuentan con estrategias nacionales claras para formar y atraer talento especializado. Chile no tiene hoy una estrategia de este tipo. El desarrollo de capital humano especializado es clave para fortalecer el sector financiero y también genera efectos positivos en la productividad y en la creación de empleo de mayor valor agregado.

7.4.1 Prioridad 4.1: Implementación de Estrategia Nacional de Capital Humano para el Sector Financiero

En base a la experiencia internacional, se propone estructurar una Estrategia Nacional de Capital Humano para el Sector Financiero en torno a tres componentes complementarios:

Componente 4.1.1: Programa Nacional de Formación en Servicios Financieros

Desarrollar programas de formación especializada mediante alianzas entre el sector financiero, universidades y centros de investigación. Este componente se inspira en el modelo de Luxemburgo, que ha fortalecido su industria financiera a través de una coordinación estrecha entre academia y sector privado (Luxembourg for Finance, 2025a).

Componente 4.1.2: Esquema de Atracción de Talento Internacional

Implementar incentivos fiscales y facilidades migratorias para profesionales altamente calificados del sector financiero. Este esquema considera experiencias como el Special Assignee Relief

Programme (SARP) de Irlanda, que reduce la carga tributaria para talento extranjero especializado, y los programas de admisión de talento de Hong Kong y Singapur, que agilizan los procesos de residencia y visado mediante visas de trabajo especiales para profesionales altamente calificados.

Componente 4.1.3: Programas de Desarrollo Profesional Continuo

Establecer un sistema de formación continua que cubra todas las etapas del desarrollo profesional, desde la inserción laboral de nuevos profesionales hasta programas ejecutivos para altos directivos, siguiendo el modelo del Talent and Leaders in Finance Programme de Singapur.

7.5 Eje 5: Infraestructura de Mercado e Integración Regional

Una infraestructura de mercado moderna, integrada y eficiente constituye un pilar fundamental para el desarrollo del mercado financiero. Su fortalecimiento permite reducir los costos de capital, mejorar la asignación y el uso de la liquidez, y mitigar riesgos sistémicos. Asimismo, facilita una gestión más eficiente de garantías en operaciones financieras y contribuye a corregir asimetrías en el riesgo de contraparte entre participantes. En este contexto, avanzar en la integración regional y en la modernización de las infraestructuras críticas resulta clave para profundizar el mercado de capitales en Chile.

7.5.1 Prioridad 5.1: Ampliación del acceso al Sistema LBTR y extensión de horarios de operación

Componente 5.1.1: Ampliación del acceso institucional

El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) del Banco Central de Chile es la infraestructura central de pagos de alto valor del sistema financiero. Sin embargo, su diseño actual restringe el acceso directo a entidades financieras no bancarias, obligándolas a operar mediante intermediarios bancarios. La evidencia internacional muestra que la ampliación del acceso directo a sistemas de pago centralizados reduce riesgos de liquidación y liquidez, fortalece la estabilidad financiera y mejora la eficiencia del sistema de pagos (BIS, 2022).

La experiencia internacional respalda este enfoque. En Singapur, el acceso al sistema de pagos en tiempo real FAST se amplió en 2021 para incluir proveedores de servicios de pago no bancarios bajo un marco prudencial basado en riesgos. En Brasil, el Banco Central permitió desde 2009 el acceso directo de entidades no bancarias a su sistema LBTR, desarrollando además esquemas de bajo costo para facilitar la participación de instituciones de menor tamaño (BIS, 2022).

En este sentido se requiere avanzar en la ampliación del acceso al sistema LBTR permitiendo acceso directo a instituciones no bancarias que cumplan estándares prudenciales. En línea con

estas consideraciones, el BCCh inició en noviembre de 2025 una consulta pública para ampliar el acceso al sistema LBTR a instituciones financieras no bancarias.

Componente 5.1.2: Extensión de horarios de operación

Adicionalmente, el LBTR presenta un desajuste entre sus horarios de operación y los ciclos de los mercados financieros internacionales, lo que genera fricciones en los pagos transfronterizos y limita la integración financiera (Nuam, 2025). Estas brechas horarias han sido identificadas por el G20 como una de las principales barreras estructurales en los pagos internacionales (BIS, 2025).

Por ello, se propone extender los horarios de operación del LBTR para alinearlos con los mercados internacionales, reduciendo costos de liquidez intradía y riesgos de liquidación. La experiencia de México, donde el sistema SPEI amplió progresivamente sus horarios hasta operar de forma continua para ciertos pagos, muestra mejoras relevantes en eficiencia y uso fuera del horario tradicional (BIS, 2025).

7.5.2 Medidas de infraestructura pendientes de Agenda 2019

Medida 5.2.1: Modernizar Ley del Depósito de Valores

Propuesta: Modernizar la Ley 18.876 para eliminar referencias a custodia física, actualizar definiciones, clarificar régimen de propiedad, establecer estándares PFMI, fortalecer facultades CMF y eliminar fricciones operativas que no se adecuan a prácticas internacionales.

Medida 5.2.2: Interconexión de contrapartes centrales con homólogas extranjeras

La Ley de Resiliencia del Sistema Financiero (2023) habilitó el reconocimiento de CCPs extranjeras, sin embargo, a la fecha el Banco Central no ha autorizado ninguna CCP extranjera ni se han emitido las normas generales que regulen el procedimiento para hacerlo, por lo que esta habilitación legal no se ha traducido aún en interoperabilidad operativa efectiva.

Propuesta: Que el Banco Central y la CMF emitan de manera conjunta la normativa necesaria para hacer operativo el reconocimiento de CCPs extranjeras contemplado en la Ley de Resiliencia, estableciendo requisitos prudenciales, criterios de equivalencia regulatoria y tratamiento de garantías extranjeras.

Medida 5.2.3: Adoptar un régimen de *shelf registration*¹⁶

El proceso actual de emisión de valores sigue requiriendo la remisión y revisión de prospectos para cada colocación, lo que genera mayores plazos e incertidumbre regulatoria.

Propuesta: Modificar la Ley N° 18.045 para establecer un régimen de *shelf registration* para emisores calificados, permitiendo registrar un prospecto marco y realizar múltiples emisiones durante un período determinado, sin revisión previa en cada colocación, manteniendo obligaciones de información y fiscalización ex post.

Medida 5.2.4: Eliminar restricción 35% concentración en fondos

La restricción establecida en la Ley N° 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales se mantiene vigente. El artículo correspondiente establece que "ningún aportante que no sea inversionista institucional podrá poseer, directa o indirectamente, cuotas representativas de más del 35% del patrimonio total del fondo, ya sea en forma individual o en conjunto con sus personas relacionadas" (Ley N° 20.712, 2014, art. 32).

Propuesta: Eliminar o flexibilizar el límite del 35%, estableciendo un régimen diferenciado según tipo de fondo.

Medida 5.2.5: Eliminar TMC para préstamos grandes y moneda extranjera

La eliminación de la Tasa Máxima Convencional (TMC) para préstamos superiores a 10.000 UF no fue implementada, manteniéndose su aplicación conforme a los tramos de la Ley N° 18.010 (CMF, 2025). Adicionalmente, en 2023 se amplió la aplicación de la TMC a operaciones en moneda extranjera mediante la Resolución Exenta N° 9077 de la CMF, revirtiendo el enfoque propuesto en la agenda de 2019 y extendiendo su alcance a este tipo de créditos (Carey Abogados, 2024).

Propuesta: Eliminar la TMC para operaciones grandes, moneda extranjera, y entre partes calificadas, manteniendo TMC para créditos de consumo y préstamos menores.

Medida 5.2.6: Extender close out netting a corporativos

En Chile, el *close out netting*, mecanismo legal que permite, ante un evento de incumplimiento o insolvencia, compensar y extinguir todas las obligaciones derivadas de contratos financieros vigentes entre dos contrapartes, existe desde antes de 2019, pero su aplicación se encuentra restringida a bancos e inversionistas institucionales.

¹⁶ En esta misma línea, puede considerarse que las ampliaciones de capital de emisores ya inscritos en el Registro de Valores no deberían requerir la aprobación de la CMF, siempre que no haya existido un cambio material adverso en la empresa. Para estos efectos, sería necesario una declaración jurada por parte de las compañías.

Propuesta: Modificar la normativa vigente para extender el *close out netting* a empresas corporativas no financieras que cumplan requisitos prudenciales mínimos. Para operaciones con valores, monedas y derivados estandarizados, esta medida es complementaria al uso de contrapartes centrales (CCP), que constituyen la solución estructuralmente más eficiente. El *close out netting* cobra relevancia en operaciones donde la compensación centralizada no es factible.

7.6 Eje 6: Transparencia, Supervisión e Innovación Financiera

7.6.1 Prioridad 6.1: Creación de repositorio centralizado para operaciones OTC

En el año 2020 se creó el Sistema Integrado de Información sobre Transacciones de Derivados (SIID), con el objetivo de aumentar la transparencia del mercado de derivados OTC. Esta iniciativa se enmarca en las recomendaciones emanadas de la Cumbre de Líderes del G20 de Pittsburgh de 2009, que estableció que todos los derivados OTC debían ser reportados a un repositorio de transacciones (BCCCh, s.f.). El sistema fue desarrollado por el Banco Central de Chile y permite el registro centralizado de operaciones de derivados OTC, contando además con acceso directo por parte de la Comisión para el Mercado Financiero a la información reportada por los participantes del mercado. Este mecanismo ha permitido mejorar la supervisión, el monitoreo de riesgos y la disponibilidad de información sobre este tipo de instrumentos.

Con el objetivo de avanzar hacia una mejor gestión de riesgos financieros y contar con un mayor nivel de transparencia en los mercados, se propone crear un repositorio centralizado que amplíe el alcance del actual esquema de reporte, incorporando la obligatoriedad de registro de otras operaciones OTC relevantes, tales como instrumentos de renta fija, operaciones de divisas, repos y operaciones simultáneas. Esta propuesta busca extender el principio ya aplicado a los derivados OTC hacia otros segmentos del mercado extrabursátil, permitiendo una supervisión más integral del sistema financiero.

En tanto infraestructura de mercado, el repositorio debería ser provisto por el sector privado, bajo supervisión regulatoria. Su diseño debe contemplar, además, reglas claras de interoperabilidad que permitan a otras infraestructuras autorizadas por la CMF y/o el Banco Central acceder a la información de transacciones de los participantes que así lo autoricen, habilitando la prestación de servicios complementarios como la compensación centralizada de derivados OTC registrados. Asimismo, el repositorio debería estar obligado a publicar, con cierto rezago, los precios individualizados de las transacciones registradas para todos los instrumentos cubiertos, avanzando así en transparencia post-negociación para el conjunto del mercado. Un referente relevante es la experiencia de la Unión Europea, donde el régimen de reporte obligatorio para los derivados OTC fue posteriormente extendido a operaciones extrabursátiles no derivadas, como repos, préstamos de valores y otras operaciones de financiamiento de valores, a través del Reglamento Securities Financing Transactions Regulation (SFTR), en reconocimiento de que este tipo de instrumentos

también puede generar riesgos significativos para la estabilidad financiera (European Parliament & Council of the European Union, 2015).

7.6.2 Prioridad 6.2: Implementación del Sistema de Finanzas Abiertas

La Ley Fintech estableció las bases para un Sistema de Finanzas Abiertas (SFA) en Chile, permitiendo el intercambio seguro de información financiera entre instituciones con el consentimiento del cliente. Su implementación ha sido postergada un año, fijándose como nuevo plazo julio de 2027.

Propuesta: Asegurar la implementación efectiva del Sistema de Finanzas Abiertas en el plazo establecido, mediante el desarrollo de casos de uso prioritarios que demuestren beneficios concretos, programas de acompañamiento técnico para instituciones participantes, campañas de educación financiera dirigidas a usuarios y mecanismos que faciliten el acceso de fintechs al sistema desde su entrada en operación. Un Sistema de Finanzas Abiertas maduro y funcional posicionará a Chile como referente regional en infraestructura financiera digital.

7.6.3 Prioridad 6.3: Operacionalización de sandboxes regulatorios

La experiencia internacional muestra que los sandboxes regulatorios han sido ampliamente utilizados para permitir a los reguladores identificar riesgos y potencialidades de productos innovadores en un ambiente controlado (Redroban & Cifuentes, 2021). En Chile, si bien la CMF ha avanzado en la implementación de un sandbox tecnológico para el Sistema de Finanzas Abiertas (CMF, 2025), el país no cuenta aún con un sandbox regulatorio formal que permita a empresas innovadoras operar temporalmente bajo condiciones flexibilizadas.

A esto se suma que la Ley Fintech no estableció condiciones para la emisión de activos digitales o tokens, dejando un vacío normativo en esta materia. Un sandbox regulatorio operativo permitiría que las empresas que deseen emitir activos digitales puedan operar bajo condiciones controladas mientras el regulador diseña la normativa definitiva.

Propuesta: Capitalizar la experiencia del sandbox tecnológico del SFA para desarrollar un sandbox regulatorio integral en Chile, dotando a la CMF de recursos especializados y estableciendo procedimientos claros que incluyan: criterios de elegibilidad para participantes, plazos definidos para evaluación y respuesta, salvaguardas obligatorias para protección de consumidores y límites temporales y de escala para la experimentación. Un sandbox regulatorio operativo y con casos de éxito documentados atraerá a empresas innovadoras que busquen desarrollar y testear productos financieros en un entorno controlado antes de escalarlos regionalmente. Adicionalmente, el Banco Central debe emitir las normas aplicables a las *stablecoins* como medios de pago, mandato establecido en la Ley N°21.521 (Ley Fintech).

7.7 Conclusión: Visión de Largo Plazo y Compromiso Estratégico

Chile cuenta con una base institucional y macroeconómica sólida que le otorga una posición favorable en el contexto regional. Sin embargo, los retrocesos observados en la profundidad y liquidez del mercado de capitales, junto con la pérdida de dinamismo de los inversionistas institucionales, evidencian la necesidad de reconstruir confianzas y restablecer una visión estratégica compartida sobre el rol del sector financiero en el desarrollo económico de largo plazo.

La agenda propuesta constituye una hoja de ruta para avanzar en esa dirección, orientada a fortalecer la competitividad del mercado financiero chileno, profundizar su integración internacional y potenciar la exportación de servicios financieros. Su implementación efectiva exige coordinación interinstitucional, compromiso político transversal y una gobernanza clara, que permita asegurar continuidad más allá de los ciclos políticos y entregar señales creíbles a inversionistas, instituciones financieras y talento especializado.

En este contexto, avanzar hacia un Chile exportador de servicios financieros no solo representa una oportunidad para diversificar la matriz productiva, sino también un instrumento clave para elevar la productividad, generar empleo calificado y consolidar la inserción del país en los mercados financieros internacionales, contribuyendo de manera sostenible al crecimiento económico y al desarrollo de largo plazo.

8 Conclusiones y Hoja de ruta

A partir del diagnóstico presentado, se desprende que la consolidación de un mercado de capitales más profundo y orientado a la exportación de servicios financieros exige una estrategia coherente y priorizada en el tiempo. Los beneficios económicos potenciales de esta transformación son significativos: como se documentó en la sección 5, elevar la participación del sector financiero desde el 3,1% actual hasta un 5% del PIB en el horizonte de una década implicaría una contribución adicional de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento anual, cerca de USD 8.800 millones adicionales en actividad económica para 2035, y la generación de aproximadamente 89.000 nuevos empleos directos caracterizados por alta calificación y salarios superiores al promedio. Un sector financiero de mayor tamaño también ampliaría la base tributaria, generando una recaudación adicional sostenida que fortalecería las finanzas públicas. La experiencia de Singapur, que multiplicó por doce sus exportaciones de servicios financieros entre 2005 y 2024, ilustra el margen de expansión disponible. Un sector financiero orientado a la exportación escala en tamaño, sofisticación y redes de distribución lo que a su vez eleva la calidad y competitividad de los servicios financieros ofrecidos a los propios residentes. Estos impactos directos se verían amplificados por beneficios indirectos como mayor acceso al financiamiento para PyMEs y hogares, y efectos multiplicadores sobre otros sectores productivos.

Con este objetivo, y para materializar estos beneficios potenciales, se presenta una hoja de ruta destinada a ordenar y jerarquizar las propuestas previamente desarrolladas. La hoja de ruta se estructura en torno a los seis ejes estratégicos definidos en el documento, asignando a cada uno un nivel de prioridad en función de su carácter habilitante, impacto esperado y secuencia lógica de implementación. La implementación priorizada y coherente de esta hoja de ruta permitiría fortalecer la contribución del sector financiero al crecimiento económico, apoyar la diversificación productiva, generar empleo calificado y consolidar el liderazgo regional de Chile en servicios financieros. Más que un conjunto cerrado de reformas, la propuesta apunta a ordenar las decisiones de política pública y a generar señales consistentes al mercado, con el objetivo de posicionar a Chile como líder regional en exportación de servicios financieros.

La Tabla 8.1 sintetiza la priorización de los ejes estratégicos, su justificación y las principales medidas estructurales asociadas. Esta hoja de ruta traduce el diagnóstico previo en una secuencia coherente de acciones, reconociendo explícitamente las restricciones de implementación y la necesidad de focalizar esfuerzos. La evidencia analizada indica que, en ausencia de un mercado de capitales profundo y de incentivos adecuados, las iniciativas orientadas a la apertura internacional, la innovación financiera o el desarrollo de capital humano tienden a presentar impactos limitados.

Chile cuenta con ventajas comparativas relevantes, asociadas a su institucionalidad, estabilidad macroeconómica y dotación de capital humano. El tipo de servicios financieros que Chile está en

condiciones de exportar incluye la administración de inversiones, la emisión de valores y el levantamiento de capital para empresas de mercados emergentes que buscan acceder a mercados internacionales¹⁷. Aprovechar plenamente estas ventajas requiere convertir la exportación de servicios financieros en un propósito nacional, con una visión de largo plazo que trascienda los ciclos políticos. La experiencia internacional indica que los centros financieros internacionales consolidaron su posicionamiento a lo largo de décadas de políticas consistentes.

El avance complementario de los ejes definidos resulta clave para generar efectos persistentes, fortalecer la confianza de los agentes económicos y posicionar al sector financiero como un motor del crecimiento y la diversificación productiva en el mediano y largo plazo.

Tabla 8.1: Hoja de ruta estratégica para el desarrollo del mercado de capitales y la exportación de servicios financieros

Eje	Prioridad	Justificación	Políticas clave del eje
1	Muy alta	Este eje constituye una condición habilitante transversal para el resto de la agenda. La recuperación de la profundidad y liquidez del mercado de capitales es indispensable para atraer intermediarios internacionales, escalar servicios financieros y fortalecer la confianza del sistema. Las medidas en este eje debieran abordarse en el corto plazo.	Consenso de no implementar nuevos retiros previsionales; autorización de REPOS para AFP con fines de gestión de liquidez; reglas claras y acotadas para el acceso a información bancaria
2	Muy Alta	La evidencia muestra que la tributación incide en el desarrollo económico y del sector financiero, la liquidez de los mercados y la innovación. Avanzar hacia un marco tributario competitivo es clave para la atracción de capitales y operaciones financieras transfronterizas, y resulta complementario al fortalecimiento del mercado de capitales.	Revisión del régimen de ganancias de capital en renta variable y derivados; eliminación de tributación sobre diferencias cambiarias no realizadas en holdings
3	Muy alta	La reducción de barreras regulatorias y operativas para la provisión de servicios financieros transfronterizos es esencial para posicionar a Chile como plataforma regional. Este eje tiene un impacto directo sobre la exportación de servicios financieros y requiere avances tempranos para generar señales creíbles al mercado.	Reconocimiento de valores extranjeros por equivalencia regulatoria; simplificación administrativa integral para inversionistas no residentes; delegación de procesos KYC a

¹⁷ Tagle, G. (2026). Participación en el Seminario CLAPES UC: "Mercado de capitales: Grandes desafíos 2026-2030". Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales, Pontificia Universidad Católica de Chile, 14 de abril de 2026.

Eje	Prioridad	Justificación	Políticas clave del eje
			instituciones extranjeras reconocidas
4	Media alta	La disponibilidad de capital humano especializado es un factor crítico para la sofisticación del ecosistema financiero. Si bien sus efectos son de mediano plazo, resulta necesario iniciar tempranamente acciones orientadas a formación, atracción y retención de talento, en coordinación con el sector privado y el sistema educativo.	Estrategia nacional de capital humano para el sector financiero; esquema de atracción de talento especializado
5	Media alta	Este eje permite ampliar el alcance del mercado financiero chileno y mejorar su eficiencia, pero depende en parte de avances previos en profundidad financiera y apertura internacional.	Ampliación del acceso al LBTR y extensión de horarios; modernización del marco de depósito de valores y mecanismos de close-out netting
6	Media alta	La transparencia, la calidad regulatoria y la innovación son elementos clave para la sostenibilidad del sistema financiero y su credibilidad internacional. Este eje cumple un rol habilitante de largo plazo y debe avanzar de manera paralela a la profundización del mercado.	Repositorio centralizado ampliado para operaciones OTC; sandbox regulatorio operativo

Referencia

- ACAFI — Asociación Chilena de Administradores de Fondos de Inversión. (2025). La industria chilena de fondos en aprietos: el crecimiento no compensa los rescates en 2024. Citado en Funds Society. <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/la-industria-chilena-de-fondos-en-aprietos-el-crecimiento-no-compensa-los-rescates-en-2024/>
- ACAFI. (2025). ACAFI lanza guía para promover la inversión extranjera en fondos de inversión. <https://acafi.cl/acafi-lanza-guia-para-promover-la-inversion-extranjera-en-fondos-de-inversion/>
- Alstadsæter, A., Johannesen, N., & Zucman, G. (2018). Who owns the wealth in tax havens? Macro evidence and implications for global inequality. *Journal of Public Economics*, 162, 89-100.
- ANBIMA. (2014). Resolução CMN 4.373 simplifica investimento de estrangeiro no mercado de capitais. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.
- ANBIMA. (2014). Solicitudes de inversores no residentes en el mercado financiero y de capitales brasileño. https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/aplicacoes-de-investidores-nao-residentes-nos-mercados-financeiro-e-de-capitais-brasileiros.htm
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148.
- Banco Central de Brasil. (2024). El Banco Central de Brasil y la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil simplifican la inversión extranjera en los mercados financieros y de valores. <https://www.bcb.gov.br/en/pressdetail/2586/nota>
- Banco Central de Brasil. (2024). Resolução Conjunta BCB/CVM nº 13. <https://www.bcb.gov.br>
- Banco Central de Brasil. (2025). Estatísticas do Pix. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix>
- Banco Central de Brasil. (2025). Pix en números. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix-em-numeros-estatisticas>
- Banco Central de Chile. (2023). Impactos económicos y financieros de retiros de ahorros previsionales. <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133214/rcc-09052023.pdf>
- Banco Mundial (2025). The Worldwide Governance Indicators: Revised Methodology for Measuring Governance Using Perception Data. Washington, DC: World Bank Group.
- Banco Mundial. (2020a). *Doing Business 2020*. World Bank Group. <https://archive.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020>

Banco Mundial. (2020b). Índice de Capital Humano.
<https://datos.bancomundial.org/indicador/HD.HCI.OVRL>

Banco Mundial. (2024). *Worldwide Governance Indicators*.
<https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators/interactive-data-access>

Bank for International Settlements. (2016). *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*. Monetary and Economic Department.
<https://www.bis.org/publ/qtrpdf/rqt1609.htm>

Bank for International Settlements. (2022). *Improving access to payment systems for cross-border payments: Best practices for self-assessments*. Committee on Payments and Market Infrastructures. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d202.htm>

Bank for International Settlements. (2025). *Changing the clock: Practical approaches to extend payment system operating hours*. Committee on Payments and Market Infrastructures. <https://www.bis.org/cpmi/publ/brief6.htm>

BCCh (s.f.). Medidas excepcionales / Intervención cambiaria y liquidez.
<https://www.bcentral.cl/medidas-excepcionales>

BCCh (s.f.). Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (PFMI).
<https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/contenido-tabs-principios-aplicables>

BCCh. (2025). Minuta explicativa: Propuesta de nuevo marco de regulación para ampliar el acceso al Sistema LBTR a entidades financieras no bancarias. Banco Central de Chile.
<https://www.bcentral.cl/documents/33528/6833519/Minuta+Explicativa+Acceso+LBTR.pdf/c5614db-5105-f108-ea60-837a55ed7195?t=1764076941838>

BCCh. (s.f.). Acerca del SIID – TR. <https://www.siid.cl/acerca-siid-tr-declaracion>

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Martínez Peria, M. S. (2008). Banking services for everyone? Barriers to bank access and use around the world. *The World Bank Economic Review*, 22(3), 397-430.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. S. L. I., Laeven, L., & Levine, R. (2008). Finance, firm size, and growth. *Journal of money, credit and banking*, 40(7), 1379-1405.

Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3-55.

Burger, J. D., & Warnock, F. E. (2007). Foreign participation in local currency bond markets. *Review of Financial Economics*, 16(3), 291-304.

- Burgi, C., Hovhannisyan, S., & Mondragon-Velez, C. (2024). *GDP-Employment Elasticities across Developing Economies*. World Bank.
- Campbell, K. A., & Nell, G. (2009, February 3). *Sustainable economic stimulus: Repeal capital gains and dividend taxes* (WebMemo No. 2263). The Heritage Foundation. <https://www.heritage.org/taxes/report/sustainable-economic-stimulus-repeal-capital-gains-and-dividend-taxes>
- Campillay. (2024). Radiografía a la banca extranjera en el país. Diario Financiero.
- Carey Abogados. (2024, enero 19). CMF publicará tasa máxima convencional para operaciones expresadas y pagaderas en moneda extranjera. <https://www.carey.cl/cm-f-publicara-tasa-maxima-convencional-para-operaciones-expresadas-y-pagaderas-en-moneda-extranjera/>
- Chari, A., Henry, P. B., & Sasson, D. (2012). Capital market integration and wages. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 102-132.
- Chodorow-Reich, G., Nenov, P. T., & Simsek, A. (2021). Stock market wealth and the real economy: A local labor market approach. *American Economic Review*, 111(5), 1613-1657.
- Círculo Verde. (2025). Nueva tributación de las ganancias en la venta de acciones con presencia bursátil. <https://www.circuloverde.cl/nueva-tributacion-de-las-ganancias-en-la-venta-de-acciones-con-presencia-bursatil-y-otras-modificaciones-a-la-ley-de-la-renta/>
- Clapes UC. (2022). Cómo funciona el impuesto a las ganancias con acciones en el mundo y los efectos en Chile. <https://clapesuc.cl/en-los-medios/como-funciona-el-impuesto-a-las-ganancias-con-acciones-en-el-mundo-y-los-efectos-en-chile>
- CNBV. (2016). Modificaciones a las disposiciones de carácter general aplicables a los Sistemas Internacionales de Cotizaciones. Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- Comisión Europea (2024). A new era for corporate taxation in the EU enters into force today. Press release. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_23_6712/IP_23_6712_EN.pdf
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). (2016). Informe Anual 2016. https://www.cnbv.gob.mx/transparencia/transparencia-focalizada/documents/informe_anual_2016.pdf
- Comisión para el Mercado Financiero. (2018, septiembre 6). CMF emite norma sobre estándares internacionales que deben observar las entidades de infraestructuras del mercado financiero y destaca mejora en evaluación internacional. <https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/615/w3-article-25393.html>

- Comisión para el Mercado Financiero. (2024, 17 de diciembre). Desarrollo de Mercado e Inclusión Financiera: Desafíos y oportunidades 2025. ICARE. <https://www.icare.cl/contenido-digital/cmf-presenta-desafios-y-oportunidades-para-el-desarrollo-del-mercado-financiero-en-2025/>
- Comisión para el Mercado Financiero. (2024, 3 de julio). CMF publica norma que regula el Sistema de Finanzas Abiertas en el marco de la Ley Fintec. <https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/615/w3-article-82737.html>
- Comisión para el Mercado Financiero. (2025). Certificado mensual de tasas de interés corriente y máxima convencional. <https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-30141.html>
- Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2025). *Annual report 2024*. CSSF Luxembourg.
- Congreso de la Unión (2018). Ley para regular las instituciones de tecnología financiera. Diario Oficial de la Federación.
- Congreso de la Unión. (2018). Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera. Diario Oficial de la Federación.
- De Gregorio, J., & Tokman, A. (2005). El miedo a flotar y la política cambiaria en Chile. Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile, N° 302. <https://www.bcentral.cl>
- Decreto Ley N° 3.500. (1980, 13 de noviembre). Establece nuevo sistema de pensiones. Diario Oficial de la República de Chile.
- Deloitte & Luxembourg for Finance. (2024). The future of the Luxembourg financial industry. <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/sustainable-development/articles/future-of-luxembourg-financial-industry.html>
- Department of Finance. (2019). Ireland for Finance. The strategy for the development of Ireland's international financial services sector to 2025.
- Department of Finance. (2025). Ireland for Finance Strategy 2026-2030 - Consultation Paper. https://assets.gov.ie/static/documents/Ireland_for_Finance_Strategy_2026-2030_-_Consultation_Paper_UPD.pdf
- Diario Financiero. (2020). Operaciones REPO: El instrumento que las AFP tienen en la mira para conseguir mayor liquidez. <https://www.df.cl/mercados/pensiones/repo-el-instrumento-que-las-afp-tienen-en-la-mira-para-conseguir-mayor>
- Diario Financiero. (2021, 24 de junio). ¿Se acerca el fin de los market maker? Solo en 2021 se han cancelado 146 contratos. <https://www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/se-acerca-el-fin-de-los-market-maker-solo-en-2021-se-han-cancelado-146>

- Diario Financiero. (2024). Regulación y falta de adaptación: las razones del cierre de casi 20 corredoras en la última década. <https://www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/regulacion-y-falta-de-adaptacion-las-razones-del-cierre-de-casi-20>
- Dimitrova, L., & Eswar, S. K. (2023). Capital gains tax, venture capital, and innovation in start-ups. *Review of Finance*, 27(4), 1471-1519.
- Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R., & Shleifer, A. (2010). The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3), 31-64.
- European Investment Bank. (2022). EIB innovates further with Project Venus, the first euro-denominated digital bond on a private blockchain. <https://www.eib.org/en/press/all/2022-448-eib-innovates-further-with-project-venus-the-first-euro-denominated-digital-bond-on-a-private-blockchain>
- European Investment Bank. (2022). EIB issues its first ever digital bond on a public blockchain. <https://www.eib.org/en/press/all/2021-141-eib-issues-its-first-ever-digital-bond-on-a-public-blockchain>
- EY Chile. (2025). Desafíos por las nuevas regulaciones de AGF y fondos en Chile. https://www.ey.com/es_cl/newsroom/2025/05/desafios-por-las-nuevas-regulaciones-de-agf-y-fondos-en-chile
- Finnovista. (2025). Finnovista Fintech Radar México 2025. Finnosummit
- Finnovista. (2025). Fintech Radar México 2024. <https://www.finnovista.com>
- FMI (2012). *Brazil's capital market: Current status and issues for further development* (IMF Working Paper WP/12/224). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12224.pdf>
- FMI (2023). Chile: Selected Issues. IMF Staff Country Reports, Volume 2023 Issue 037. Washington, DC: IMF Publications.
- FMI. (2019). Financial Sector Assessment Program; Technical Note-Financial Stability Analysis and Stress Testing. IMF Staff Country Reports <https://doi.org/10.5089/9781498325868.002>
- FMI. (2025). *Pension funds and financial stability* (Global Financial Stability Note No. 2025/001). <https://www.imf.org/en/Publications/global-financial-stability-notes/Issues/2025/03/06/Pension-Funds-and-Financial-Stability-562805>
- Funds Society. (2024). ScaleX acumula US\$16,8 millones recaudados con seis compañías listadas. <https://www.fundsociety.com>

- Funds Society. (2025, 14 de julio). ¿Qué pasó con los fondos de inversión de acciones small cap chilenas? <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/que-paso-con-los-fondos-de-inversion-de-acciones-small-cap-chilenas/>
- Globan, T., & Škrinjarić, T. (2020). Penny wise and pound foolish: Capital gains tax and trading volume on the Zagreb Stock Exchange. *Public Sector Economics*, 44(3), 299–329. <https://doi.org/10.3326/pse.44.3.2>
- Gobierno de México. (2017a). El mercado de valores en México. <https://www.gob.mx/cnbv/articulos/el-mercado-de-valores-en-mexico?idiom=es6/6>
- Gobierno de México. (2017a). Reforma al mercado de valores. Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- Gobierno de México. (2017b). Modificaciones a la regulación de casas de bolsa. Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- Gobierno de México. (2017b). Reglas que permiten a las casas de bolsa realizar sus actividades en más de una bolsa de valores. <https://www.gob.mx/cnbv/articulos/reglas-que-permiten-a-las-casas-de-bolsa-realizar-sus-actividades-en-mas-de-una-bolsa-de-valores>
- Hayashida, M., & Ono, H. (2010). Capital gains tax and individual trading: The case of Japan. *Japan and the World Economy*, 22(4), 243-253.
- HKEX. (s.f.). History of HKEX and its Market. https://www.hkexgroup.com/About-HKEX/About-HKEX/History-of-HKEX-and-its-Market-NOT-USED?sc_lang=en
- HKUST. (2025). Hong Kong Fintech Ecosystem Report. <https://bm.hkust.edu.hk/bizinsight/2025/03/hong-kong-fintech-ecosystem-report>
- HKUST. (2025). Hong Kong FinTech Report 2024. Hong Kong University of Science and Technology.
- Hong Kong Monetary Authority. (2024). Linked Exchange Rate System. <https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/money/linked-exchange-rate-system/>
- Hong Kong Monetary Authority. (2025a). Annual Report 2024. https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2024/AR2024_E.pdf
- Hong Kong Monetary Authority. (2025b). Competitive International Financial Platform. <https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/hong-kong-as-an-international-financial-centre/competitive-international-financial-platform/>
- Hong Kong Monetary Authority. (2025c). Dominant Gateway to China. <https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/hong-kong-as-an-international-financial-centre/dominant-gateway-to-china/>

- Hong Kong Monetary Authority. (2025d). Fintech. Hong Kong Monetary Authority. <https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/fintech/>
- Hong Kong Talent Engage. (s.f.). Visa Information & Application. <https://www.hkengage.gov.hk/en/how-to-apply-for-a-visa#>
- IMD World Competitiveness Center. (2025). *IMD World Competitiveness Ranking 2025*. IMD.
- International Monetary Fund (2024). Global Financial Stability Report: The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks. Washington D.C.: International Monetary Fund, April 2024. Disponible en: <https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024>
- International Trade Administration. (2025). Singapore Country Commercial Guide. <https://www.trade.gov/country-commercial-guides/singapore-trade-financing>
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lai, K. P. Y. (2018). Financialisation of everyday life. In G. L. Clark, M. P. Feldman, M. S. Gertler, & D. Wójcik (Eds.), *The New Oxford Handbook of Economic Geography* (pp. 611-628). Oxford University Press.
- Lai, K. P. Y. (2018). Singapore: Connecting Asian markets with global finance. In Y. Cassis & D. Wójcik (Eds.), *International financial centres after the global financial crisis and Brexit* (pp. XX-XX). Oxford University Press.
- Larraín, F., González, H., & Belmar, A. (2024). Estimación del impacto de los fondos de pensiones en la economía chilena. CLAPES UC Documento de Trabajo N°135.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Ley N° 19.705. (2000, 20 de diciembre). Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece régimen de Gobiernos Corporativos. Diario Oficial de la República de Chile. <https://www.bcn.cl/historiadelaley/historia-de-la-ley/vista-expandida/5361>

- Ley N° 19.768. (2001, 7 de noviembre). Modifica la legislación que regula la administración de fondos de terceros y carteras individuales y reforma las normas sobre fondos de inversión. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 19.769. (2001, 7 de noviembre). Introduce adecuaciones de índole tributaria e institucional para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa con la modernización del mercado de capitales. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 19.795. (2002, 28 de febrero). Crea los multifondos para los Fondos de Pensiones. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.190. (2007, 5 de junio). Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.448. (2010, 13 de agosto). Introduce una serie de reformas en materias de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.544. (2011, 4 de octubre). Perfecciona la tributación de instrumentos derivados. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.552. (2011, 17 de diciembre). Moderniza y fomenta la competencia del sistema financiero. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.667. (2013, 9 de mayo). Ley sobre Contrato de Seguro. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.712. (2014, 7 de enero). Administración de fondos de terceros y carteras individuales. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.789. (2014, 27 de octubre). Crea el Consejo de Estabilidad Financiera y modifica otras normas. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 20.956. (2016, 25 de octubre). Establece medidas en favor de la productividad. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 21.000. (2017, 23 de febrero). Crea la Comisión para el Mercado Financiero. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 21.130. (2019, 12 de enero). Moderniza la legislación bancaria. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 21.158. (2019, 27 de abril). Modifica Ley N° 19.220, que regula el establecimiento de Bolsas de Productos Agropecuarios. Diario Oficial de la República de Chile.

- Ley N° 21.210. (2020, 24 de febrero). Moderniza la legislación sobre portabilidad financiera. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 21.420. (2022, 4 de febrero). Reduce o elimina exenciones tributarias que indica. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 21.521. (2023, 4 de enero). Promueve la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros. Diario Oficial de la República de Chile.
- Ley N° 21.641. (2023, 30 de diciembre). Fortalece la resiliencia del sistema financiero y sus infraestructuras. Diario Oficial de la República de Chile.
- Long Finance y Financial Centre Futures (2021). The Global Financial Centres Index 38. https://www.longfinance.net/documents/4167/GFCI_38_Report_2025.09.25_v1.0.pdf
- Long Finance y Financial Centre Futures. (2025). The Global Financial Centres Index 38. Z/Yen Group y China Development Institute.
- Luxembourg for Finance. (2025a). Ambitions 2030: Shaping finance for our future. <https://lff.foleon.com/brochures/ambitions-2030/>
- Luxembourg for Finance. (2025b). Relocation and Tax: A Long-Term Perspective. <https://www.luxembourgforfinance.com/portfolio/relocation-and-tax-a-long-term-perspective/>
- Luxembourg for Finance. (2025c). State of the Financial Sector 2025. <https://lff.foleon.com/brochures/state-of-the-financial-sector-2025/>
- Macías Muñoz, O. (2024). Inversiones de los fondos de pensiones y los activos alternativos [Presentación]. Superintendencia de Pensiones. https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-16100_recurso_1.pdf
- Madouros, V. (2024). Ireland as an International Financial Centre. Central Bank of Ireland.
- Madouros, V. (2024). Ireland's role as a growing financial centre in Europe. <https://www.centralbank.ie/news/article/speech-ireland's-role-as-a-growing-financial-centre-in-europe-remarks-deputy-governor-vasileios-madouros-20-11-2024>
- Marusic, M. (2025, 26 de mayo). *Impuesto a ganancias de capital con acciones ha recaudado apenas un octavo de lo proyectado*. La Tercera. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/impuesto-a-ganancias-de-capital-con-acciones-ha-recaudado-apenas-un-octavo-de-lo-proyectado/>
- Meyer, D. R. (2015). The world cities of Hong Kong and Singapore: Network hubs of global finance. *International Journal of Comparative Sociology*, 56(3-4), 198-231

- Milken Institute. (2025). *Global Opportunity Index 2025: Revisiting Latin America and Caribbean*. <https://milkeninstitute.org/content-hub/research-and-reports/research-and-data-tools/global-opportunity-index-2025-revisiting-latin-america-and-caribbean>
- Ministerio de Comercio e Industrias. (2025). Lista de Grupo Empresariales SEM 2007 – Octubre 2025. <https://mici.gob.pa/sem-grupos-empresariales-sem/>
- Ministerio de Comercio e Industrias. (s.f.). SEM -Beneficios. <https://mici.gob.pa/sem-beneficios/>
- Ministerio de Hacienda. (2019, 10 de septiembre). Gobierno anuncia proyecto de ley para convertir a Chile en un centro financiero regional. BNAmericas. <https://www.bnamericas.com/es/noticias/gobierno-anuncia-proyecto-de-ley-para-convertir-a-chile-en-un-centro-financiero-regional>
- Ministry of Manpower. (2025). Table: Gross monthly income from employment 2024 [Data set]. <https://stats.mom.gov.sg/Pages/Gross-Monthly-Income-Tables2024.aspx>
- Ministry of Manpower. (s.f.). Work passes. <https://www.mom.gov.sg/passess-and-permits>
- Mirrlees, J., Adam, S., Besley, T., Blundell, R., Bond, S., Chote, R., Gammie, M., Johnson, P., Myles, G., & Poterba, J. (Eds.). (2011). *Tax by design: The Mirrlees Review*. Oxford University Press.
- Monetary Authority of Singapore (2024). *MAS Launches COSMIC Platform to Strengthen the Financial System's Defence Against Money Laundering and Terrorism Financing*. <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2024/mas-launches-cosmic-platform>
- Monetary Authority of Singapore. (2015). *Objectives and principles of financial sector oversight in Singapore* (revised September 2015; original April 2004). MAS. <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/news-and-publications/monographs-and-information-papers/monograph--objectives-and-principles-of-financial-sector-oversight-in-singapore.pdf>
- Monetary Authority of Singapore. (2025a). *Enforcement Report 2023/2024*. MAS. <https://www.mas.gov.sg/regulation/enforcement>
- Monetary Authority of Singapore. (2025b). *Asset Management Survey Report 2024*. <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/publications/singapore-asset-management-survey/asset-management-survey-report-2024.pdf>
- Monetary Authority of Singapore. (s.f.). *Why Singapore*. <https://www.mas.gov.sg/development/why-singapore>
- Monetary Authority of Singapore. (s.f.b). *FinTech and Innovation*.
- New Financial. (2021). *The Brexit Effect: How Brexit changed finance in the EU and the UK*. New Financial.

- New Financial. The post-Brexit landscape in the EU. https://9075c432-8d38-4fcf-8025-d4433c9ea618.usrfiles.com/ugd/9075c4_c7074617c23d453db99f40817a067952.pdf
- NUAM. (2025). Diagnóstico y propuestas para el desarrollo del mercado de capitales chileno: Análisis del régimen tributario de ganancias de capital. Núcleo de Análisis de Mercados.
- OECD (2025). Supporting Emerging Markets and Developing Economies in Developing their Local Capital Markets, OECD Policy Briefs, No. 24. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/4456de62-en>
- OECD, ECLAC, CAF & European Commission (2024). Latin American Economic Outlook 2024: Financing Sustainable Development. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/c437947f-en>
- Open Finance. (2025). Annual Report 2024. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix-em-numeros-estatisticas>
- Open Finance. (2025). Open Finance Brasil em números. <https://openbankingbrasil.org.br>
- Pension Policy International. (2026, enero 20). La industria chilena en alerta por los cambios que podrían afectar la inversión de AFPs en alternativos. <https://www.pensionpolicyinternational.com/la-industria-chilena-en-alerta-por-los-cambios-que-podrian-afectar-la-inversion-de-afps-en-alternativos/>
- Philippon, T., & Reshef, A. (2012). Wages and human capital in the U.S. finance industry: 1909–2006. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(4), 1551-1609.
- Pinsent Masons. (2025). Establishing a UCITS in Ireland. <https://www.pinsentmasons.com/out-law/guides/establishing-a-ucits-in-ireland>
- Pogliani, P., & Wooldridge, P. (2022). Cross-border financial centres (No. 1035). Bank for International Settlements.
- Pogliani, P., von Peter, G., & Wooldridge, P. (2022). The outsize role of cross-border financial centres. *BIS Quarterly Review*, 2022, 1-16
- Pomerleau, K., Bunn, D., & Locher, T. (2021). Anti-base erosion provisions and territorial tax systems in OECD countries (Fiscal Fact No. 772). Tax Foundation. <https://taxfoundation.org/research/all/federal/anti-base-erosion-territorial-tax-systems/>
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- PwC. (2025a). Hong Kong - Corporate taxation. *Worldwide Tax Summaries*. <https://taxsummaries.pwc.com/hong-kong/corporate/taxes-on-corporate-income>

- PwC. (2025b). Ireland - Corporate taxation. Worldwide Tax Summaries.
<https://taxsummaries.pwc.com/ireland/corporate/taxes-on-corporate-income>
- PwC. (2025c). Luxembourg - Corporate taxation. Worldwide Tax Summaries.
<https://taxsummaries.pwc.com/luxembourg/corporate/taxes-on-corporate-income>
- PwC. (2025d). Singapore - Corporate taxation. Worldwide Tax Summaries.
<https://taxsummaries.pwc.com/singapore/corporate/taxes-on-corporate-income>
- PwC. (2025e). Brazil - Corporate taxation. Worldwide Tax Summaries.
<https://taxsummaries.pwc.com/brazil/corporate/taxes-on-corporate-income>
- PwC. (2025f). Mexico - Corporate taxation. Worldwide Tax Summaries.
<https://taxsummaries.pwc.com/mexico/corporate/taxes-on-corporate-income>
- PwC. (2025g). Panama - Corporate taxation. Worldwide Tax Summaries.
<https://taxsummaries.pwc.com/panama/corporate/taxes-on-corporate-income>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Redroban, S., & Cifuentes, A. (2021). *Sandboxes regulatorias: Oportunidades y desafíos para Chile* (Working Paper N° 100). CLAPES UC, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- República de Chile. (1974, actualizado 2022). Decreto Ley N° 824, Ley sobre Impuesto a la Renta, artículo 107, numeral 4. Disponible en SUSESO: <https://www.suseso.gob.cl/612/w3-propertyvalue-187696.html>
- Revenue. (s.f). Companies and charities. <https://www.revenue.ie/en/companies-and-charities/index.aspx>
- Sahay, M. R., Cihak, M., N'Diaye, M. P., Barajas, M. A., Pena, M. D. A., Bi, R., ... & Yousefi, M. R. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. International Monetary Fund.
- SBP. (2019). Informe de Gestión 2015-2019. Superintendencia de Bancos de Panamá.
- SBP. (2025). Estadísticas bancarias. Superintendencia de Bancos de Panamá.
- Securities and Futures Commission. (2021). Our role. Securities and Futures Commission. <https://www.sfc.hk/en/About-the-SFC/Our-role>
- Securities and Futures Commission. (2025). Asset and Wealth Management Activities Survey 2024. https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/EN_AWMAS-2024.pdf

- Singapore Department of Statistics. (2025). Employed residents aged 15 years and over by industry and age group [Data set]. Ministry of Manpower. <https://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/table/TS/M182131>
- Singapore Exchange. (2025). 25 Years of Growth, Building for What's Next. Singapore Exchange Annual Report. <https://investorrelations.sgx.com/static-files/5d920b13-c5bb-4280-9b84-74025f006fc5>
- Statec. (2024). Average annual gross earnings by economic activity - Full-time workers (in EUR) [Data set].
- Stulz, R. M. (2004). Should we fear derivatives? *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 173-192.
- Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) (2019). Informe de Gestión 2015-2019. <https://www.superbancos.gob.pa/index.php%70/info-gen-bancos/informacion-bancos-reporte>
- Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) (2025). Información General de Bancos. <https://www.superbancos.gob.pa/index.php%70/info-gen-bancos/informacion-bancos-reporte>
- Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) (s.f.). Reseña Histórica. <https://www.superbancos.gob.pa/sobre-sbp/resena-historica>
- Superintendencia de Pensiones. (2017, 25 de octubre). Superintendencia emite la norma que permitirá la inversión de los Fondos de Pensiones en activos alternativos. Gobierno de Chile. <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-12676.html>
- Superintendencia de Pensiones. (2022). Retiro de fondos de pensiones: Resultados y efectos. https://repec.spensiones.cl/repec/3_doctrabajos/67_2022_retiro_de_fondos_de_pensiones.pdf
- Superintendencia de Pensiones. (2024). Superintendencia de Pensiones informa nuevas alternativas de inversión y precisa calendario de aumento de límites de activos alternativos. <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-15938.html>
- Trident Trust. (2024). Luxemburgo: Servicios de fondos – Titulizaciones. Puntos clave. <https://www.tridenttrust.com/media/vbmbwry2/tlux-fs-securitisations-kf-s.pdf>
- U.S. Department of State. (2025). 2025 Investment Climate Statements: Hong Kong. <https://www.state.gov/reports/2025-investment-climate-statements/hong-kong/>
- United Nations Framework Convention on Climate Change. (s. f.). Luxembourg Green Exchange. UNFCCC. <https://unfccc.int/climate-action/momentum-for-change/financing-for-climate-friendly-investment/luxembourg-green-exchange>

- Universidad San Sebastián. (2024). Efectos de los retiros extraordinarios de fondos de pensiones sobre el mercado financiero. <https://politicaspUBLICAS.USS.cl/wp-content/uploads/2024/07/Efectos-de-los-retiros-de-pensiones-sobre-el-mercado-financiero.pdf>
- Wesiah, S., & Onyekwere, S. C. (2021). The relationship between financial development and economic growth in the United Kingdom: a granger causality approach. *Quantitative Economics and Management Studies*, 2(1), 47-71.
- Woo, J. J. (2016). Singapore as an International Financial Centre: History, Policy and Politics. Palgrave Macmillan.
- Woo, J. J. (2016). Singapore as an international financial centre: History, policy and politics. Springer.
- World Federation of Exchanges. (2025). Statistics Portal. <https://www.world-exchanges.org>
- World Federation of Exchanges. (2025). WFE statistics database: Total equity market capitalisation. <https://statistics.world-exchanges.org/>
- Yang, H., & Zhang, Z. (2025, January). Hong Kong: Challenges and prospects as an international financial center. In 2024 6th International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2024) (pp. 178-199). Atlantis Press.
- Yang, Y., & Zhang, J. (2025). Financial market integration between Hong Kong and Mainland China: Progress and prospects. *Journal of Asian Economics*, 90, 101705.

Anexos

Anexo A: Principales reformas al mercado de capitales chileno (2000-2025)

El desarrollo del mercado de capitales chileno tiene su origen en una serie de reformas estructurales implementadas desde mediados de los años 70. Este proceso incluyó la liberalización de tasas de interés, la reestructuración del sistema previsional mediante la creación de las AFP en 1980 (D.L. N° 3.500, 1980), la promulgación de la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas en 1981, seguidas por la reforma tributaria de 1984 y la Ley General de Bancos de 1986. Durante la década de 1990, la privatización de empresas públicas y el retorno de la democracia consolidaron la confianza de inversionistas internacionales en el mercado chileno.

La década de 1990 se caracterizó por un proceso de liberalización financiera orientado a diversificar instrumentos y participantes. Las autoridades eliminaron restricciones que limitaban el acceso al financiamiento: las empresas chilenas pudieron emitir ADR's en mercados internacionales, mientras que las AFP y compañías de seguros ampliaron sus opciones de inversión en el exterior. En 1999, Chile adoptó un régimen de tipo de cambio flotante, abandonando el sistema de bandas cambiarias vigente desde mediados de los años 80, complementándose con un esquema de metas de inflación (De Gregorio & Tokman, 2005).

A.1 Ley de Gobierno Corporativo y Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)

La promulgación de la Ley N° 19.705 sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) y Gobierno Corporativo en diciembre de 2000 constituyó un avance sustantivo en el marco institucional corporativo chileno, alineando las prácticas locales con estándares internacionales promovidos por organismos multilaterales y economías avanzadas.

La ley introdujo mecanismos para mitigar problemas recurrentes en mercados emergentes con alta concentración accionaria: asimetrías de información entre accionistas mayoritarios y minoritarios, transacciones entre partes relacionadas sin supervisión adecuada, y debilidad en los sistemas de gobierno corporativo. Las principales disposiciones incluyeron la obligatoriedad de realizar ofertas públicas de adquisición (OPA) al superar el 30% del control accionario, la creación de comités de auditoría, el perfeccionamiento de regulaciones sobre transacciones entre partes relacionadas, la modernización del marco regulatorio de fondos de inversión, la habilitación de esquemas de compensación mediante stock options, y el fortalecimiento de los estándares de divulgación de información corporativa.

A.2 MKI (2001): Profundizando el Ahorro y la Competencia

Tras la promulgación de la Ley de OPAs, Chile aprobó en septiembre de 2001 dos leyes (N° 19.768 y N° 19.769) que conformaron la primera reforma integral al mercado de capitales (MKI). Esta reforma, tramitada en solo cuatro meses, buscaba profundizar la canalización del ahorro hacia inversiones productivas y fortalecer la competencia en el sector financiero mediante ajustes tributarios e institucionales.

Fomento del ahorro previsional

La innovación más significativa fue la creación del Ahorro Previsional Voluntario (APV), operativo desde 2002, que estableció el tercer pilar del sistema previsional chileno. Este mecanismo permitió canalizar recursos hacia múltiples vehículos de inversión —AFP, compañías de seguros, fondos mutuos, fondos de inversión y administradoras generales de fondos— con incentivos tributarios diferenciados, operando bajo dos regímenes (artículo 42 bis y 54 bis de la Ley sobre Impuestos a la Renta), distintos al tratamiento de las cotizaciones obligatorias.

Simultáneamente se implementó el sistema de multifondos para las cotizaciones obligatorias, la transformación más profunda de las AFP desde su creación (Ley N° 19.795). El modelo único de portafolio fue reemplazado por cinco alternativas (fondos A a E), diferenciadas por su exposición a renta variable: el fondo A permite hasta 80% en instrumentos de mayor riesgo, mientras el fondo E limita esta exposición a 5%. Esta diversificación permitió que los afiliados ajustaran sus inversiones según su horizonte temporal y tolerancia al riesgo.

Fortalecimiento de la industria de gestión de activos

Para aumentar la eficiencia y escala competitiva, la reforma creó las Administradoras Generales de Fondos (AGF), unificando un mercado previamente fragmentado entre gestoras especializadas. Esta consolidación buscaba generar economías de escala frente a competidores extranjeros y ampliar la gama de productos disponibles para inversionistas institucionales y personas naturales.

Incentivos tributarios al financiamiento bursátil

Las medidas fiscales más relevantes apuntaron a dinamizar el mercado accionario: se eximió del impuesto a las ganancias de capital las ventas en bolsa de acciones con presencia bursátil de sociedades anónimas abiertas, siempre que la adquisición original hubiera ocurrido en bolsa, OPA o emisión primaria. Para inversionistas extranjeros, se unificó la tasa impositiva en 4% independientemente del mercado de adquisición, eliminando distorsiones que desincentivaban la intermediación local. Adicionalmente se creó un segmento para acciones "emergentes" con tratamiento tributario preferencial.

Desde una perspectiva macroeconómica, estas modificaciones profundizaron el mercado de capitales al ampliar las opciones de ahorro-inversión, reducir costos de transacción y homologar el tratamiento fiscal del financiamiento bursátil con el bancario, sentando bases para una mayor eficiencia en la asignación de recursos financieros.

A.3 MKII (2007): Capital de Riesgo y Fortalecimiento Regulatorio

Anunciada en junio de 2003, la segunda reforma al mercado de capitales (MKII) tuvo inicialmente un foco en el desarrollo del capital de riesgo y el acceso al financiamiento para empresas emergentes. Sin embargo, el escándalo Inverlink —destapado en enero de 2003 cuando se descubrió que ejecutivos del grupo financiero habían accedido a información privilegiada del Banco Central y malversado más de \$85 mil millones de la Corfo— forzó la incorporación de elementos de supervisión y fiscalización más robustos. A diferencia del MKI, este proceso legislativo se extendió hasta junio de 2007 con la promulgación de la Ley N° 20.190.

Incentivos al capital de riesgo y nuevas formas societarias

Para estimular la industria de capital de riesgo, MKII eximió del impuesto a las ganancias de capital las utilidades obtenidas en ventas de acciones de empresas de esta naturaleza, beneficiando a emprendedores e inversionistas ángel. Se autorizó a CORFO para participar en fondos de capital de riesgo y se habilitó a los bancos para invertir hasta 1% de sus activos en estos instrumentos mediante filiales especializadas.

La reforma creó las sociedades por acciones (SpA), un vehículo jurídico que combina la flexibilidad de las sociedades de responsabilidad limitada con la estructura de capital de sociedades anónimas cerradas, facilitando acuerdos entre inversionistas y propietarios. Adicionalmente, la ley estableció un régimen tributario transitorio que otorgó exenciones tributarias a inversiones en capital de riesgo y modificó el tratamiento de las ganancias de capital en acciones con presencia bursátil (modificaciones a los artículos 18 ter y 18 quater de la Ley de Renta), incentivando el financiamiento de empresas en etapas tempranas de desarrollo. Por último, se estableció un marco legal para la prenda sin desplazamiento, facilitando el acceso al crédito especialmente para PYMEs.

Reforzamiento del marco de supervisión

En respuesta directa al caso Inverlink, MKII introdujo requisitos más estrictos para la custodia de títulos, exigió certificación de conocimientos a ejecutivos de corredoras, y amplió las atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ante situaciones de insolvencia de entidades supervisadas. Siguiendo estándares internacionales, se otorgó protección jurídica a los

superintendentes de Bancos, Pensiones, Valores y Seguros frente a litigios derivados del ejercicio de sus funciones.

La reforma expandió el universo de instrumentos depositables en el Depósito Central de Valores, consagró legalmente la inembargabilidad de valores custodiados por deudas del intermediario, y obligó a estos a segregarse contablemente los valores propios de aquellos mantenidos por cuenta de clientes, medidas cruciales para restablecer la confianza erosionada por el escándalo financiero.

Modernización de la infraestructura de mercado

Una medida estructural fue la desmutualización de las bolsas, permitiendo la separación entre propiedad y actividad de intermediación. Esta disposición eliminó barreras de entrada para nuevos participantes y estableció incentivos para la innovación e integración del mercado bursátil. Se modernizó también el estatuto que regula la oferta de valores extranjeros en Chile (bolsa offshore), flexibilizando requisitos de inscripción y permitiendo que el registro sea patrocinado por corredoras, agentes de valores y bolsas, no solo por emisores.

Desde una perspectiva macroeconómica, MKII representó un equilibrio entre el impulso al financiamiento alternativo —especialmente para empresas en etapas tempranas— y la necesidad de restablecer la confianza sistémica mediante mejoras regulatorias que redujeran los riesgos de fraude y contagio en el mercado financiero.

A.4 MKIII (2010): Internacionalización y Liquidez del Mercado

En septiembre de 2009, en medio de la crisis financiera global, se presentó al Congreso la tercera reforma al mercado de capitales, con foco explícito en la integración del mercado local con el sistema financiero internacional. Tras casi un año de tramitación, se promulgó la Ley N° 20.448 en agosto de 2010.

La reforma se estructuró en cuatro ejes: incrementar la liquidez y profundidad del mercado de capitales, expandir el acceso al financiamiento no bancario, impulsar la integración financiera internacional, y fortalecer la competencia en el mercado crediticio. Estas medidas buscaban posicionar a Chile como plataforma regional para inversionistas globales y diversificar las fuentes de financiamiento de la economía.

Modernización de la industria de fondos

Para fondos mutuos, MKIII incorporó los Exchange Traded Funds (ETFs) como nueva alternativa de inversión, generando mayor liquidez sistémica y reduciendo costos operacionales. Las AFP obtuvieron autorización para invertir en estos instrumentos y para participar en operaciones de

pactos con retrocompra, relevante dado su rol como principales inversionistas institucionales con más del 60% del PIB bajo administración.

La reforma simplificó los procedimientos de aprobación de reglamentos internos, permitiendo a las administradoras registrar documentos directamente en la Superintendencia de Valores y Seguros, reduciendo tiempos de entrada al mercado. Para fondos de inversión, se flexibilizaron los procedimientos de aportes y retiros, y se autorizó la emisión de series de cuotas con perfiles de riesgo diferenciados. En securitización, se habilitaron líneas de bonos que comparten un mismo patrimonio separado, reduciendo costos transaccionales.

Facilitación de la integración financiera

Las medidas más significativas apuntaron a atraer flujos de inversión extranjera y posicionar a Chile como centro financiero regional:

Se facilitó la internacionalización del peso chileno, autorizando a la bolsa offshore —que operaba exclusivamente en divisas— a transar valores en moneda nacional. Valores extranjeros y sus certificados de depósito pudieron expresarse, transarse y pagarse en pesos, fortaleciendo el uso internacional de la moneda doméstica.

Se amplió el universo de instrumentos elegibles para inversionistas institucionales extranjeros con exención del impuesto a las ganancias de capital, incorporando cuotas de fondos mutuos y de inversión constituidos en Chile, además de acciones con presencia bursátil y bonos corporativos. Esta medida buscaba incrementar los flujos de cartera hacia Chile, reduciendo el costo de capital para empresas locales.

Se eximió a inversionistas extranjeros no institucionales del impuesto por rentas obtenidas de inversiones en activos extranjeros realizadas mediante fondos constituidos en Chile, incentivando el uso del mercado chileno como plataforma de inversión global. Para atraer empresas de gestión de inversiones, se eliminaron límites a la contratación de profesionales extranjeros especializados.

Fortalecimiento de la competencia crediticia

MKIII autorizó a oficinas de representación de bancos extranjeros a publicitar ofertas crediticias de sus matrices, ampliando la competencia en el mercado de créditos. Se crearon los "bonos hipotecarios", instrumentos con respaldo del emisor y protección especial en caso de insolvencia, permitiendo a los bancos acceder a financiamiento de largo plazo más económico y reducir el costo del crédito hipotecario.

En protección al consumidor, se creó la estandarización de créditos básicos: instituciones autorizadas deben ofrecer al menos un producto "universal" con características estandarizadas y

costos transparentes, facilitando la comparabilidad y decisión informada. Se resguardó la libre contratación de seguros asociados a créditos, exigiendo que las ofertas crediticias detallen separadamente estos costos.

Desde una perspectiva macroeconómica, MKIII profundizó la apertura financiera de Chile, reduciendo barreras a flujos de capital y mejorando la eficiencia en la asignación de recursos mediante mayor liquidez y competencia. La reforma consolidó el proceso de integración a los mercados financieros globales iniciado con la liberalización de la cuenta de capitales en 1998-1999.

A.5 Agenda Mercado de Capitales Bicentenario (2010-2014)

En mayo de 2010 se presentó la Agenda Mercado de Capitales Bicentenario (MKB), una reforma integral estructurada en siete ejes estratégicos: régimen tributario, protección del consumidor financiero, solvencia sistémica, transparencia, institucionalidad regulatoria, acceso para clase media y PYMEs, y desarrollo de nuevos mercados. A diferencia de reformas previas, MKB no se concibió como una ley única sino como un conjunto de iniciativas legislativas independientes, dada la amplitud de las transformaciones propuestas.

Principales iniciativas promulgadas

La Ley N° 20.544 (octubre 2011) estableció claridad tributaria para instrumentos derivados. Previo a esta normativa, las primas pagadas por derivados no calificaban como gasto deducible, encareciendo su uso como herramienta de cobertura de riesgos. Esta certeza fiscal incentivó la utilización de derivados tanto para gestión de riesgos como para estrategias financieras más sofisticadas.

La Ley N° 20.552 o "MK Clase Media" (noviembre 2011) introdujo perfeccionamientos orientados a estimular la competencia en el sistema financiero, con particular énfasis en la protección del consumidor, especialmente en la industria aseguradora. La Ley N° 20.667 sobre Contrato de Seguros (diciembre 2013) actualizó el marco legal que databa de 1865 en el Código de Comercio, elevando estándares de protección para pequeños asegurados ante asimetrías informativas inherentes a estos productos masivos.

El Decreto N° 953 (septiembre 2011) creó el Consejo de Estabilidad Financiera, que adquirió rango legal mediante la Ley N° 20.789 (noviembre 2014). Este organismo marcó un avance hacia la supervisión coordinada y macroprudencial del sistema financiero, respondiendo a las lecciones de la crisis subprime sobre riesgos sistémicos.

A.5.1 Ley Única de Fondos (LUF)

La transformación más trascendental fue la Ley N° 20.712 sobre "Administración de fondos de terceros y carteras individuales" (diciembre 2013), conocida como Ley Única de Fondos. Esta legislación consolidó bajo un marco regulatorio único la administración de fondos mutuos, fondos de inversión y fondos de capital extranjero, previamente regidos por normativas fragmentadas: Fondos Mutuos (DL 1.328), Fondos de Inversión (Ley 18.815), Fondos de Capital Extranjero (Ley 18.657) y Fondos de Ahorro para la Vivienda (Ley 19.281).

Esta regulación fragmentada generaba diferencias sin justificación técnica, confusión entre inversionistas e incentivos al arbitraje regulatorio. La LUF consolidó estos marcos, homologando elementos comunes mientras reconocía particularidades según perfil del inversionista y liquidez de las cuotas. La normativa simplificó operaciones, redujo costos operacionales y mejoró la competencia entre vehículos de inversión.

Un desafío importante fue la necesidad de ajustes posteriores para compatibilizar la LUF con la Reforma Tributaria de 2014, evidenciando la complejidad de mantener coherencia regulatoria en el sistema financiero. No obstante, la unificación regulatoria permitió que la industria experimentara crecimiento sostenido en la década siguiente, consolidando a Chile como centro regional de gestión de activos.

Desde una perspectiva amplia, el conjunto de reformas MKB profundizó la eficiencia del mercado de capitales mediante reducción de costos de transacción, mejor protección a inversionistas minoristas, y fortalecimiento de la estabilidad sistémica, completando el ciclo de modernización iniciado en 2000.

A.6 Consolidación institucional y profundización del mercado (2014-2019)

Este período se caracterizó por la consolidación de la arquitectura regulatoria del sistema financiero, la ampliación del universo de inversión para inversionistas institucionales, y la modernización de estándares prudenciales hacia mejores prácticas internacionales.

Creación de la Comisión para el Mercado Financiero

La Ley N° 21.000 (febrero 2017) transformó la Superintendencia de Valores y Seguros en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), organismo colegiado con mandato de supervisión sistémica. Esta reforma, que tardó casi una década en tramitación, integró posteriormente la fiscalización del sector bancario tras absorber la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras mediante la Ley N° 21.130 (enero 2019).

La CMF representa un cambio cualitativo: de un modelo sectorial fragmentado hacia supervisión integrada que considera interconexiones y riesgos sistémicos, alineando a Chile con jurisdicciones desarrolladas que adoptaron modelos consolidados tras la crisis subprime.

Diversificación del portafolio previsional

La Ley N° 20.956 (octubre 2016) autorizó a las AFP para invertir en activos alternativos: capital privado, deuda privada, inmobiliario e infraestructura. Con activos bajo administración superiores al 60% del PIB, esta modificación tiene implicancias significativas para la asignación de capital en la economía. El Banco Central fijó límites entre 5% y 10% del valor de cada fondo, vigentes desde noviembre 2017.

Esta medida busca cerrar la brecha con fondos OCDE (que promedian 15% en alternativos versus históricos 2.5% en Chile pre-reforma), canalizando ahorro previsional hacia financiamiento de infraestructura y desarrollo empresarial, reduciendo dependencia del financiamiento bancario tradicional y potencialmente mejorando pensiones mediante mejores retornos de largo plazo.

Adecuación a Basilea III

La Ley N° 21.130 (enero 2019) modernizó la Ley General de Bancos, inalterada sustancialmente desde su adecuación a Basilea I en 1986. La reforma implementó estándares Basilea III: elevación de requerimientos de capital (colchón de conservación y contracíclico), facultad de la CMF para determinar modelos de ponderación de riesgo, identificación de instituciones sistémicamente importantes, y regulación de distribución de dividendos.

Desde una perspectiva macroprudencial, Basilea III fortalece la resiliencia bancaria ante shocks mediante mayor capital de alta calidad y herramientas contracíclicas, reduciendo amplificación procíclica inherente al sistema financiero.

Otras reformas complementarias

Modificaciones a la Ley N° 20.956 simplificaron la mecánica tributaria para instrumentos de renta fija local, permitiendo que bonos chilenos fueran elegibles para custodia en plataformas internacionales como Euroclear, facilitando participación de inversionistas institucionales extranjeros con efectos positivos sobre liquidez y pricing. La Ley N° 21.158 (abril 2019) amplió las Bolsas de Productos más allá del sector agrícola, permitiendo a PYMEs acceder a descuento de facturas en condiciones más competitivas que el factoring tradicional, diversificando fuentes de financiamiento empresarial.

A.7 Reformas recientes: Competencia, ajustes tributarios e innovación financiera (2020-2024)

El período 2020-2024 se caracterizó por reformas orientadas a incrementar la competencia en el sistema financiero, ajustes tributarios con impacto significativo sobre el mercado de capitales, y la regulación de nuevos modelos de negocio digitales. Estas transformaciones ocurrieron en el contexto de la pandemia COVID-19 y tensiones fiscales asociadas al financiamiento de la Pensión Garantizada Universal.

Portabilidad Financiera (2020)

La Ley N° 21.210 (junio 2020) facilitó el cambio de proveedor de servicios financieros mediante portabilidad estándar (productos transaccionales) y con subrogación (créditos con garantías reales), vigente desde septiembre 2020. La reforma redujo fricciones en el mercado crediticio, intensificando la competencia entre instituciones financieras con potenciales efectos a la baja sobre tasas de interés y mejorando la eficiencia en la asignación de crédito.

Reforma Tributaria para financiar la PGU (2022)

La Ley N° 21.420 (febrero 2022) revirtió un pilar fundamental de la política de desarrollo del mercado de capitales al establecer un impuesto único del 10% sobre ganancias de capital en acciones con presencia bursátil, vigente desde septiembre 2022. Desde 2001 (MKI), estas ganancias habían estado exentas de impuestos. La exención se mantuvo únicamente para inversionistas institucionales.

Este cambio representó una señal significativa del Estado sobre prioridades fiscales versus desarrollo bursátil. La ley incluyó también ampliación del concepto de "servicio" gravado con IVA (vigente desde enero 2023) y eliminación del crédito por inversión en activo fijo para grandes empresas. En 2022-2023 se presentó una reforma tributaria más amplia que incluía elevar el impuesto a ganancias de capital al 22%, rechazada por el Congreso en marzo 2023.

Regulación de Tecnología Financiera - Ley Fintech (2023)

La Ley N° 21.521 (enero 2023) estableció marco regulatorio para servicios financieros basados en tecnología: crowdfunding, sistemas alternativos de transacción, asesoría financiera digital, custodia e intermediación de instrumentos financieros. La ley amplía el perímetro regulatorio de la CMF sobre nuevos modelos de negocio digitales.

El componente más relevante macroeconómicamente es el Sistema de Finanzas Abiertas (SFA u Open Finance), normado por la CMF en julio 2024, que permite compartir información financiera

entre instituciones con consentimiento del usuario. La implementación gradual (estimada en cinco años) reduce asimetrías informativas entre proveedores financieros, facilitando entrada de nuevos competidores y mejorando eficiencia en la provisión de servicios, con efectos positivos sobre inclusión financiera y competencia.

Fortalecimiento de la Resiliencia del Sistema Financiero (2023)

La Ley N° 21.641 (diciembre 2023) fortaleció la resiliencia del sistema financiero respondiendo a vulnerabilidades evidenciadas durante la pandemia COVID-19. Las disposiciones principales incluyen: perfeccionamiento del mercado de operaciones REPO, ampliación del acceso a sistemas de pagos y gestión de liquidez del Banco Central para instituciones no bancarias (incluyendo cooperativas de ahorro y crédito), y simplificación del procedimiento de obtención de RUT para facilitar la internacionalización del peso chileno.

La internacionalización del peso busca incrementar participación de no residentes en mercados locales, mejorando liquidez y formación de precios en operaciones denominadas en moneda nacional, complementando esfuerzos de apertura financiera y posicionando al peso para mayor protagonismo regional.

A.8 ScaleX: Mercado alternativo para empresas emergentes (2021)

Las reformas descritas en secciones anteriores se concentraron en modificaciones al marco regulatorio general del mercado de capitales. Sin embargo, un desarrollo institucional específico merece atención separada por su potencial impacto en la completitud del ecosistema de financiamiento empresarial: la creación de un mercado bursátil alternativo especializado en empresas de alto crecimiento.

En noviembre de 2021 la Bolsa de Comercio de Santiago, en alianza con Corfo y Start-Up Chile, lanzó ScaleX Santiago Venture Exchange, un mercado alternativo de valores diseñado para facilitar el acceso al financiamiento de empresas tecnológicas y de alto crecimiento que enfrentan barreras para ingresar al mercado bursátil convencional. ScaleX permite que estas empresas realicen ofertas públicas de acciones o instrumentos financieros dirigidas a inversionistas calificados, con un marco regulatorio adaptado a las necesidades de firmas en expansión, reduciendo cargas regulatorias y facilitando la conexión con capital de riesgo y otros inversionistas.

La creación de ScaleX responde a la necesidad de completar el ecosistema de financiamiento empresarial chileno, ofreciendo una alternativa al financiamiento bancario tradicional y a rondas de capital privado, y contribuyendo a que empresas jóvenes puedan escalar sus operaciones desde Chile y la región. En 2024 el Banco Central incorporó las acciones negociadas en ScaleX como parte de los activos alternativos elegibles para inversión de los fondos de pensiones, ampliando de

manera potencial la base de capital disponible para estas firmas e integrando el ahorro previsional institucional al financiamiento de empresas emergentes. Esto fortalece la profundidad del mercado de capitales y alinea a Chile con experiencias internacionales de mercados de emprendimiento exitosos, como BME Growth (España) o AIM (Reino Unido). Reforma Previsional (2025)

A.9 Reforma Previsional (2025)

La reforma previsional aprobada en Chile en 2025 constituye una modificación estructural al sistema de pensiones, manteniendo el régimen de capitalización individual administrado por las AFP pero incorporando nuevos instrumentos y un seguro social complementario, con el objetivo de fortalecer el ahorro previsional, aumentar la densidad de cotizaciones y mejorar las pensiones futuras. Entre los cambios principales, destaca una cotización adicional con cargo al empleador que llegará al 8,5% de la remuneración imponible distribuida entre cuentas individuales y un nuevo Seguro Social, así como beneficios como la compensación por años cotizados y la igualación de pensiones por expectativa de vida entre géneros. La reforma también eleva gradualmente la Pensión Garantizada Universal (PGU) y crea mecanismos para dinamizar la competencia y la gestión de inversiones dentro del sistema previsional.

Este ajuste del esquema previsional incrementa el volumen de ahorro administrado en cuentas individuales y en instrumentos complementarios, lo cual tiene un efecto potencialmente positivo sobre la profundización del mercado de capitales chileno al aumentar los recursos disponibles para inversión y favorecer un rol más activo de los fondos de pensiones en el financiamiento de proyectos de largo plazo.

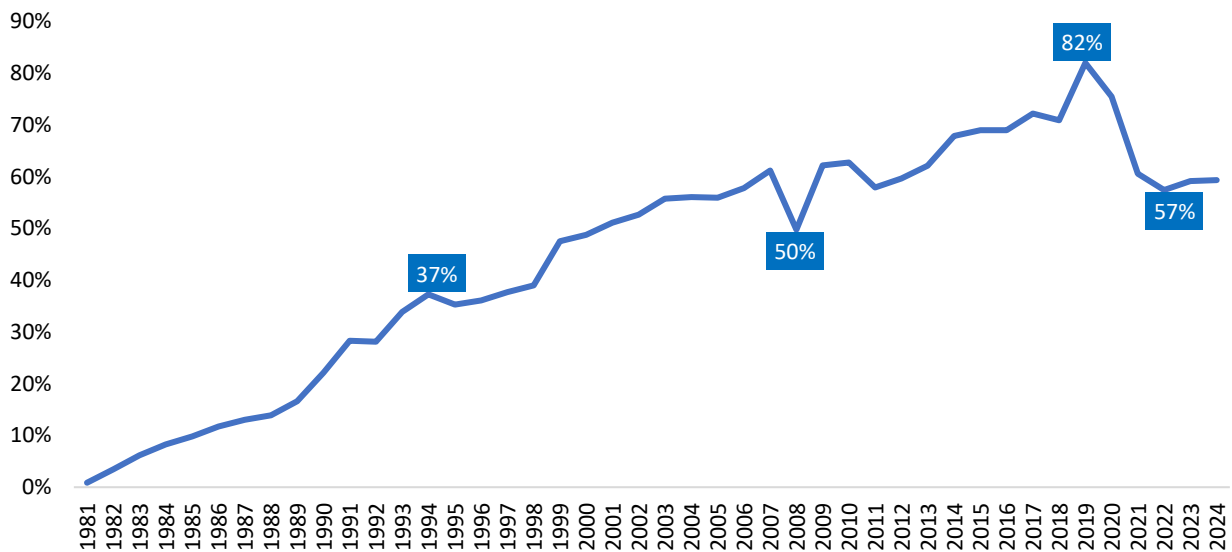
Anexo B: Retrocesos en el desarrollo del mercado de capitales

B.1 Retiros previsionales (2020-2022)

Los tres retiros extraordinarios de fondos previsionales aprobados entre 2020 y 2022 constituyen el shock más significativo experimentado por el mercado de capitales chileno en décadas. Los tres retiros totalizaron US\$48.339 millones, equivalentes al 25% de fondos acumulados a junio 2020 y al 18% del PIB a diciembre 2020 (Superintendencia de Pensiones, 2022).

Los activos administrados por AFP cayeron desde 81,7% del PIB en julio 2020 hasta 56,1% en septiembre 2024, evidenciando pérdida sustantiva de profundidad financiera. Esta contracción provocó reducción de aproximadamente 43% en la liquidez del mercado de renta fija respecto a niveles pre-pandemia (USS, 2024), sin recuperación posterior observable, y aumento de tasas de interés de largo plazo estimado entre 25 y 50 puntos base.

Figura C.1. Evolución de los activos de los fondos de pensiones (% del PIB)



Fuente: Superintendencia de Pensiones (2025); Banco Central de Chile (2025)

Los retiros implicaron inyección de liquidez cercana al 17% del PIB, contribuyendo significativamente al aumento de la inflación (máximo anual de 14% en agosto 2022) y a una significativa depreciación del peso chileno (Banco Central de Chile, 2023). Entre 2020 y 2024 (Q1) se registró una salida neta de capitales cercana a US\$32.300 millones. El Banco Central estima que los retiros equivalen a retroceder la riqueza de hogares aproximadamente diez años (Banco Central de Chile, 2023).

La magnitud de estos efectos es consistente con la evidencia empírica de Larraín et al. (2024), que documenta el rol central del ahorro previsional en el desarrollo económico chileno. Para 1981-2023, el ahorro previsional explica un tercio del crecimiento de la inversión doméstica como porcentaje del PIB. Al 2023, representaba 28,5% del ahorro nacional. Los activos de fondos de pensiones como porcentaje del PIB explican aproximadamente 7% del crecimiento anual promedio del PIB real observado en el período.

B.2 Reforma tributaria al impuesto sobre ganancias de capital (2022)

La Ley N° 21.420 (febrero 2022) eliminó parcialmente la exención de impuestos que durante 21 años gozaron las ganancias de capital en acciones con presencia bursátil, instaurada en 2001 mediante Ley 19.768. El gravamen entró en vigencia septiembre 2022, estableciendo impuesto único con tasa del 10%, manteniéndose exención para inversionistas institucionales.

La recaudación efectiva ha sido significativamente inferior a proyecciones iniciales. Según la Tesorería General de la República, en 2023 se recaudaron \$8.011 millones y en 2024 \$10.631 millones, representando esta última cifra apenas un octavo de los \$86.121 millones proyectados (Círculo Verde, 2025). La asimetría en tratamiento tributario alteró la estructura de participantes en el mercado secundario, con potenciales efectos sobre liquidez y formación de precios.

B.3 Reforma tributaria rechazada (2023)

El 8 de marzo 2023, la Cámara de Diputados rechazó la reforma tributaria presentada por el Gobierno. La iniciativa buscaba incrementar la recaudación fiscal en aproximadamente 3,6% del PIB en régimen (US\$10.000 millones proyectados en cuatro años). Entre las modificaciones propuestas se incluía un aumento del impuesto a ganancias de capital de 10% a 22% desde 2024, un impuesto a las utilidades retenidas, un impuesto al patrimonio y la eliminación de los fondos de inversión como vehículo tributario. El prolongado proceso de tramitación (casi un año) generó incertidumbre en el mercado, afectando la confianza de inversionistas y contribuyendo al deterioro del clima de negocios.

B.4 Eliminación del incentivo a market makers (2021)

La Ley N° 21.210 modificó el tratamiento tributario de los market makers, limitando el beneficio a un año desde la primera oferta pública de valores (vigente desde marzo 2021). La modificación deterioró el mercado secundario: solo en el primer trimestre 2021 se cancelaron 146 contratos de market maker para cuotas de fondos de inversión, quedando 139 vigentes, versus cerca de 250 en 2018 (DF, 2021). La eliminación del incentivo redujo significativamente estos servicios, afectando liquidez disponible, particularmente en valores de menor capitalización.

B.5 Contracción del segmento de fondos small y mid cap (2018-2024)

La Superintendencia de Pensiones implementó criterios progresivamente más estrictos respecto a comisiones que fondos de pensiones pueden pagar por inversiones en fondos de inversión. Entre 2018 y 2024, los 11 fondos representativos del segmento pasaron de patrimonio neto de \$2.793.758 millones de pesos (US\$2.984,8 millones) a \$763.311 millones de pesos (US\$815,5 millones) (Funds Society, 2025).

Los factores contribuyentes incluyeron dilemas de liquidez, volatilidad en la bolsa chilena, sequía de IPOs, y restricciones regulatorias que alejaron a fondos de pensiones. Entre 2019 y 2020, los fondos acumularon rentabilidad negativa en torno a 40%, impactados por el estallido social y la pandemia (Funds Society, 2025). Esta contracción reduce la disponibilidad de financiamiento de capital para empresas medianas de alto crecimiento, segmento crítico para diversificación productiva y generación de empleo.

Anexo C: Escenarios alternativos de expansión del sector de servicios financieros

Escenario 1: Duplicar la participación actual del sector (8% del PIB al 2035)

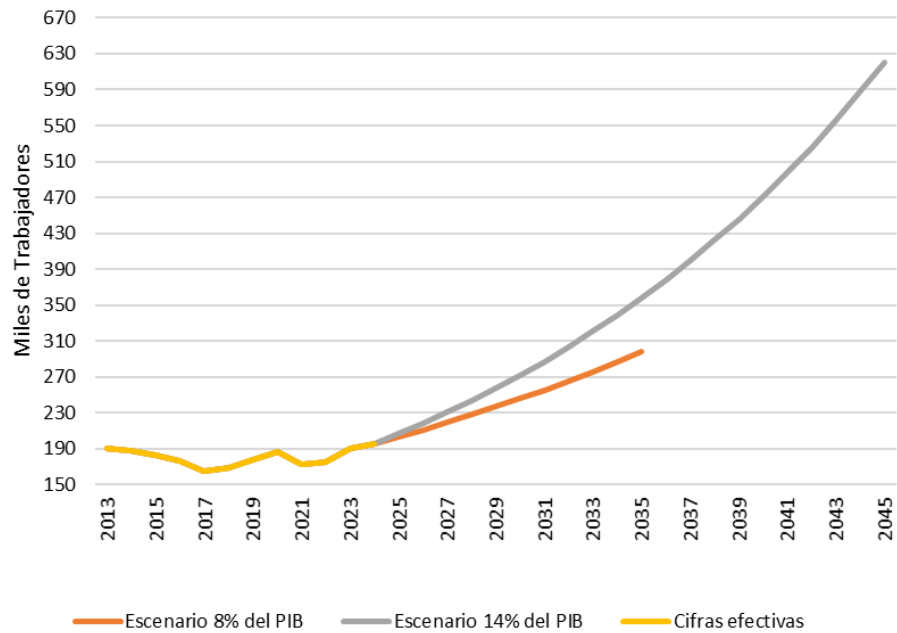
En un escenario en que el PIB total crece a una tasa real de 2,5% anual en los años siguientes, alcanzar una participación del 8% del PIB en 2035 requeriría que el sector de servicios financieros creciera a una tasa real promedio de 13,3% anual. Ello implicaría casi triplicar el tamaño del sector en una década, pasando desde un PIB del sector de \$10.478 mil millones a \$36.447 mil millones.

En este escenario la industria de servicios financieros podría generar del orden de 102 mil nuevos empleos en diez años, lo que representa un aumento cercano al 52% respecto del nivel actual. El empleo en los servicios financieros alcanzaría aproximadamente 298 mil personas en 2035, equivalentes a alrededor del 3,9% del empleo total (Figura C.1).

Escenario 2: Convergencia hacia la participación de Singapur (14% del PIB al 2045)

Por otra parte, si se toma como referencia que la participación del sector de servicios financieros en el PIB de Singapur (14%), con el mismo supuesto para el crecimiento del PIB total, el sector servicios financieros debe crecer 11,25% real anual, lo que permite multiplicar por casi 9 veces su tamaño en dos décadas a 2045, pasando desde \$10.079 mil millones a \$87.329 mil millones. Adicionalmente, con el mismo supuesto de elasticidad empleo a PIB señalado anteriormente, la industria de servicios financieros llegaría a generar 424 mil puestos de trabajo, equivalente a 5,7% del empleo total en 2045 (Figura C.1).

Figura C.1: Escenarios para la evolución del empleo en el sector financiero (en miles de trabajadores)



Nota: Ambos escenarios suponen un crecimiento del PIB total de 2,4% en 2025 y 2,5% anual en adelante, y que el empleo total crece la mitad que el PIB total y el empleo en el sector financiero crece la mitad que el PIB del sector financiero. El escenario 8% duplica la participación actual del sector en Chile (crecimiento de 10,3% real anual hasta 2035), mientras que el escenario 14% replica la participación de Singapur (crecimiento de 9% real anual).

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Anexo D: Análisis Detallado del estado de Implementación de la agenda 2019

Este anexo presenta el detalle de los 10 ejes estratégicos y las 24 medidas que conforman la Agenda 2019 para el Desarrollo del Mercado de Capitales, así como su estado de implementación al año 2025.

EJE 1: SIMPLIFICAR PROCEDIMIENTOS PARA INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

Medida	Descripción	Estado	Implementación
1	Permitir uso KYC (Know Your Customer) efectuado por otras instituciones (delegación debida diligencia)	NO IMPLEMENTADA	Ley 19.913 no modificada. Requiere reforma legislativa. Obstáculos: secreto bancario artículo 154 Ley General Bancos.
2	Modernizar Resolución N° 36 SII sobre RUT Simplificado	IMPLEMENTADA	La Resolución Ex. SII N° 150/2020 digitalizó y simplificó la obtención de RUT para contribuyentes no domiciliados ni residentes, vigente desde enero de 2021. Posteriormente, la Resolución Ex. SII N° 42/2025 complementó este régimen mediante un procedimiento canalizado a través de bancas corresponsales, facilitando la obtención y uso de RUT en operaciones financieras específicas.
3	Simplificar acreditación residencia fiscal para convenios doble tributación	IMPLEMENTADA	Resolución Exenta 151/2020. Certificados con validación electrónica no requieren apostilla. Vigencia enero 2021.
4	Actualizar registro accionistas para dividendos (eliminar fricción liquidez)	IMPLEMENTADA	Resolución Ex. N°58 SII 2020. Certificado Calificación Tributaria Dividendos. Plazo reducido 5→2 días hábiles.

EJE 2: ADOPTAR PRÁCTICAS INTERNACIONALES EN MERCADOS DE RENTA FIJA

Medida	Descripción	Estado	Implementación
5	Integrar plataformas OTC al perímetro regulatorio CMF	IMPLEMENTADA SUSTANCIALMENTE	Ley Fintec 21.521/2023 y NCG 502/2024 crean categoría SAT. Limitaciones: restricciones AFP para transar OTC persisten, sin datos empíricos sobre impacto en liquidez.

EJE 3: FACILITAR REGISTRO DE VALORES EXTRANJEROS

Medida	Descripción	Estado	Implementación
6	Ampliar exención registro para valores extranjeros (criterio equivalencia regulatoria)	NO IMPLEMENTADA	Sistema MoU bilaterales se mantiene sin cambios. Ley 18.045 no modificada. Universo restringido de valores accesibles persiste.

EJE 4: ELIMINAR ASIMETRÍAS IMPOSITIVAS EN FINANCIAMIENTO

Medida	Descripción	Estado	Implementación
7	Extender exención Impuesto Timbres y Estampillas a acreedores extranjeros	NO IMPLEMENTADA	DL 3.475 no modificado. Artículo 24 sin cambios. Asimetría tributaria para acreedores extranjeros persiste.
8	Aplicar tasa 4% a intereses de créditos refinanciados en exterior	NO IMPLEMENTADA	Artículo 59 LIR mantiene tasas diferenciadas (4% originados vs 35% refinanciados). Brecha ampliada post Ley 21.420.

EJE 5: ELIMINAR ASIMETRÍAS IMPOSITIVAS EN OPERACIONES SIMILARES

Medida	Descripción	Estado	Implementación
9	Compensar pérdidas acumuladas fondos antes de distribuir utilidades	NO IMPLEMENTADA	Artículo 32 Ley 20.712 modificado por Leyes 21.210/21.420 pero sin regla expresa sobre compensación pérdidas acumuladas.
10a	Homologar tratamiento préstamos administrativos valores con ventas cortas	NO IMPLEMENTADA	Ley 18.045 y LIR no modificadas. Asimetría tributaria entre ambos tipos de préstamos persiste.
10b	Eximir ganancia capital futuros sobre acciones con presencia bursátil	NO IMPLEMENTADA	Artículo 17 N°8 LIR modificado, pero exención no extendida a contratos derivados.

EJE 6: SIMPLIFICAR PROCESO DE EMISIÓN DE VALORES

Medida	Descripción	Estado	Implementación
11	Sistema depósito prospectos sin revisión previa (modelo shelf registration)	NO IMPLEMENTADA	Ley 18.045 no modificada. NCG 457/2021 simplifica proceso: elimina presentación previa de prospectos, fiscalización posterior, reduce cargas administrativas. Sin embargo, revisión previa se mantiene.

EJE 7: MEJORAS EN LEGISLACIÓN DE INFRAESTRUCTURA DE MERCADO FINANCIERO

Medida	Descripción	Estado	Implementación
12	Crear figura legal de repositorios de transacciones (TR) de derivados	IMPLEMENTADA	SIID-TR creado por Acuerdo BCCh julio 2019. Operativo desde 2022. Cumple PFMI aplicables.
13	Modernizar Ley Depósito Valores (eliminar requerimientos custodia física)	NO IMPLEMENTADA	Ley 18.876 no modificada. Mejoras operativas DCV (DCV Digital 2024) realizadas sin reforma legislativa.
14	Segregación y portabilidad de garantías (Principio 14 PFMI)	IMPLEMENTADA PARCIALMENTE	Ley 21.641/2023. Avances importantes pero no cubre estándar completo PFMI. Depende de normativa complementaria BCCh/CMF.
15	Interconexión Contrapartes Centrales con homólogas extranjeras	NO IMPLEMENTADA	Sin marco legal para link arrangements. Reconocimiento equivalencia regulatoria UE 2022 no constituye interconexión operativa directa.

EJE 8: CONTINUAR AVANZANDO EN DESARROLLO DE INDUSTRIA DE FONDOS

Medida	Descripción	Estado	Implementación
16	Eliminar restricción 35% concentración aportantes en fondos	NO IMPLEMENTADA	Límite 35% se mantiene. Ley 21.210 endureció FIP: 4→8 aportantes mínimos, máximo 20% cada uno. Movimiento contrario a propuesta.
17	Eliminar TMC para préstamos >10.000 UF y operaciones moneda extranjera	NO IMPLEMENTADA	TMC se mantiene sin excepciones. Resolución 9077/2023 EXTENDIÓ TMC a operaciones moneda extranjera. Retroceso versus propuesta.
18	Eliminar asimetrías tributarias rescate vs disminución cuotas fondos	NO IMPLEMENTADA	Reformas tributarias 2022-2024 no abordaron esta asimetría específica.

EJE 9: PERFECCIONAR MARCO LEGAL DE CONTRATOS FINANCIEROS

Medida	Descripción	Estado	Implementación
19	Close out netting para derivados corporativos (empresas no financieras)	NO IMPLEMENTADA	Actualizaciones normativas BCCh 2019 y 2024 limitadas a bancos e inversionistas institucionales. No extendido a corporativos.
20	Herramientas oposición ejecución indebida garantías sobre valores	IMPLEMENTADA PREVIAMENTE	Ley 20.956/2016 (PRE-2019). Artículo 14 ter Ley 18.876: juicio sumario ex post. Sin mejoras adicionales post-2019.
21	Agencias garantías para acreedores no residentes (más allá créditos sindicados)	NO IMPLEMENTADA	Ley 20.190/2007 sin modificaciones. Restricción a créditos sindicados persiste. Sin proyectos ley identificados.

EJE 10: FLEXIBILIZAR LÍMITES DE INVERSIÓN DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Medida	Descripción	Estado	Implementación
22	Posibilitar que límites AFP en activos alternativos se definan en Régimen Inversión	IMPLEMENTADA	BCCh abril 2024. Aumentos graduales hasta agosto 2027. Ejemplo: Fondo A 13%→20%. Flexibilidad regulador lograda.
23	Homologar tratamiento canjes bonos mercados locales e internacionales	IMPLEMENTADA	Modificación Régimen Inversión AFP. Canjes obligatorios bonos extranjeros autorizados. Asimetría eliminada.
24	Aumentar límite renta variable CIC (Fondo Cesantía) a 10%	IMPLEMENTADA PARCIALMENTE	Límite 5% renta variable autorizado desde marzo 2023 (primera vez permitido). Objetivo 10% no alcanzado, queda en mitad.



clapesuc



@clapesuc



@clapes_uc



Clapes UC



ClapesUC



www.clapesuc.cl