

EL INCENTIVO DE LA EXONERACIÓN TRIBUTARIA POR ENAJENACIÓN DE ACCIONES ENTRE 2010-2020

 **Leopoldo Rossi Kcomt**

20182889 | leopoldo.rossi@pucp.edu.pe

Cordinador del Equipo de Innovaciones y Alianzas

 **Aleli Valqui Chavez**

20233217 | aleli.valquic@pucp.edu.pe

Cordinadora del Equipo de Innovaciones y Alianzas

1. INTRODUCCIÓN

En los recientes años, el Gobierno peruano ha recurrido en múltiples ocasiones a establecer la exoneración tributaria en la enajenación de acciones, ya que el mercado bursátil peruano es ilíquido en comparación de bolsas extranjeras como la NYSE o NASDAQ; por tanto, con el objetivo de incentivar el desarrollo y crecimiento del mercado bursátil, se decidió implementar la exoneración tributaria a las rentas provenientes de enajenación de acciones. Sin embargo, existe una escasez de datos sobre los efectos cuantitativos en los que podría repercutir la exoneración tributaria de enajenación de acciones. Esto se debe a que es una medida particular incluso alrededor del globo, por lo que es inusual que durante mucho tiempo no se haya analizado la eficacia de la ley en el mercado bursátil local.

El interés para realizar la investigación surge de la misma ausencia de información disponible para poder visualizar un respaldo numérico de las afirmaciones del congreso para promulgar la ley. Para abordar esta falta de información, esta investigación tratará de realizar un pequeño alcance a la hipótesis de la agilización del mercado a causa de la exoneración tributaria por enajenación

de acciones. Se llevará a cabo una comparación detallada entre los períodos 2010-2015, cuando no se aplicaron exoneraciones tributarias sobre las rentas provenientes de la enajenación de acciones, y entre 2016-2020, donde dichas exoneraciones estuvieron vigentes. Este análisis proporcionará una perspectiva más completa sobre el impacto real de las exoneraciones sobre el volumen total negociado y el número de emisores del mercado bursátil, para así determinar la efectividad de estas políticas fiscales en el estímulo de la actividad inversionista.

2. ASPECTOS FUNDAMENTALES, ORIGEN Y COTEJO

2.1. CONTEXTO DEFINICIONES Y COTEJO

El propósito intrínseco de las inversiones en el mercado de valores radica en que aquellos agentes superavitarios puedan brindar su excedente líquido monetario a otros agentes deficitarios como empresas a cambio de un rendimiento futuro. En específico, las acciones generan rendimiento cuando se realiza la venta del valor por un monto de capital apreciado o durante el reparto de dividendos. Por tanto, al generar ganancias,

se encuentran sujetos a la ley del impuesto a la renta que grava las ganancias netas obtenidas en el mercado local por un 5% para personas naturales (Ley N.º 27034, 2004; Decreto Supremo N.º 179-2004-EF). Sin embargo, en el Perú se ha realizado una exoneración tributaria que exenta por el total de la contribución a partir de la enajenación de acciones. Las exoneraciones tributarias son aquellas que brindan un beneficio a los contribuyentes sobre el monto que tienen que retribuir a la administración tributaria bajo ciertas condiciones, las cuales pueden ser totales o parciales. La exoneración parcial es cuando se realiza una reducción de la obligación tributaria, mientras que la total elimina por completo la obligación tributaria, y suelen ser durante un periodo de tiempo con un objetivo en concreto.

En el mercado, existen varios tipos de inversionistas con un perfil más defensivo o agresivo, es decir, que adquieren más o menos riesgos a cambio de potenciar el rendimiento de sus inversiones. Además de tener diversas preferencias sobre la aversión al riesgo, también existen varios estilos y/o estrategias de inversión como el análisis fundamental, compraventa de valores por análisis técnico, entre otros.

Estos factores podrían influenciar sobre la toma de decisiones de los inversionistas por encima de las prioridades del beneficio tributario. Aquellos que realizan una mayor cantidad de operaciones diarias serían los que se verían más beneficiados por la exoneración; en cambio, los inversionistas a largo plazo puede que no realizan muchas operaciones hasta en un periodo de cinco años o más.

Los mercados bursátiles desarrollados suelen ser pertenecientes a economías altamente industrializadas y maduras; además,

se caracterizan por ser líquidas y estables. Por otro lado, los mercados emergentes son aquellos que aún se encuentran en la etapa de crecimiento y en proceso de desarrollo, por lo que cuentan con un mayor nivel de riesgo. Finalmente, los mercados fronterizos son menos desarrollados que los emergentes, y poseen una mayor volatilidad y muy baja liquidez. La Bolsa de Valores de Lima es un mercado pequeño en comparación de las bolsas de NASDAQ o NYSE, mientras que, en NASDAQ, para el 2024, listan más de 3300 empresas, y en la BVL listan alrededor de 250 emisores; por tanto, lo vuelve un mercado poco líquido.

2.2. MOTIVACIÓN DE LA EXONERACIÓN TRIBUTARIA

De acuerdo con la legislación peruana, hasta el 31 de diciembre de 2009, las rentas ob-



Sin embargo, existe una escasez de datos sobre los efectos cuantitativos en los que podría repercutir la exoneración tributaria de enajenación de acciones. Esto se debe a que es una medida particular incluso alrededor del globo, por lo que es inusual que durante mucho tiempo no se haya analizado la eficacia de la ley en el mercado bursátil local.

tenidas por personas naturales a través de la venta de valores dentro y fuera de la bolsa se encontraban inafectas.

Con la entrada en vigencia de la Ley N° 29492, desde el 1 de enero del año 2010, las ganancias de capital derivadas de la enajenación de acciones fueron grabadas por el impuesto a la renta, cuya tasa se aplicó de acuerdo a la condición de una persona domiciliada o no domiciliada, y si los valores con los que se realizaba la ganancia eran valores emitidos por sociedades peruanas o extranjeras.

Años más tarde, en agosto del 2015, Morgan Stanley Capital Index (MSCI) inició una consulta para reclasificar los índices de Perú de Mercado Emergente (ME) a Mercado Fronterizo (MF), debido a que no cumplía con los requerimientos de tamaño y liquidez para continuar dentro de los mercados emergentes.

En este contexto, entre las medidas propuestas por el Gobierno para mantener la clasificación del mercado bursátil peruano, en septiembre del 2015, el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N.º 30341, ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores. Esta normativa fue aprobada en diciembre por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), mediante el D.S. 382-2015-EF, y entró en vigencia desde el 1 de enero del 2016.

Por su parte, el 30 de septiembre del 2015, el MSCI anunció la conclusión de la consulta, en la cual indicó que los índices de Perú se mantendrían como mercado emergente hasta la siguiente revisión en junio del 2016, donde se ratificó su permanencia.

De esta manera, las ganancias de capital provenientes de la venta de acciones se encontraban exoneradas del Impuesto a la Renta hasta el 31 de diciembre de 2018. Dicha

exoneración fue prorrogada a través de la Ley N.º 31662 hasta el 31 de diciembre del 2023.

2.3. ESCENARIO INTERNACIONAL DE LA EXONERACIÓN TRIBUTARIA DE ENAJENACIÓN DE ACCIONES

La aplicación de la exoneración tributaria por enajenación de acciones es una característica inusual a nivel global, ya que es una medida no recurrente y, si bien, parece existir una relación de causa-efecto directa como incentivo a la compra y venta de acciones, no existe mucha literatura que justifique esta correlación. La exoneración tributaria aplicada en el mercado de valores existe en diversas formas en otros países, pero se encuentra bajo condiciones distintas. A continuación, expondremos tres breves casos extranjeros para ampliar las nociones a desarrollar en el siguiente capítulo.

En Estados Unidos, las personas naturales tributan a una tasa progresiva desde el 0% al 20% por ganancias de capital si es que se mantienen al largo plazo, y 37% si se venden en el plazo de un año o menos. Sin embargo, tienen la opción de realizar aportes voluntarios en las cuentas conocidas como Roth IRA o cuentas individuales de jubilación libre de impuestos en español, en la que pueden realizar inversiones con cantidades menores de capital a una cuenta que sí es aplicable de impuestos (Horan & Zaman, 2013, pp. 24-25). Además, cuentan con tasas preferenciales para dividendos de algunas empresas calificadas o los intereses en los bonos municipales que son diversos incentivos, pero no ha contado con una exoneración del 100% de la renta obtenida por enajenación de acciones. Cabe resaltar que el primer tramo de 0% es aplicable para los primeros 47 025 dólares estadounidenses, y que el mercado bursátil estadounidense es

el de uno desarrollado, por lo que las condiciones no son comparables con la BVL.

En Chile, el 4 de febrero de 2022 se publicó en el Diario Oficial la Ley N.º 21.420, que trae cambios significativos al régimen tributario, particularmente en relación con las exenciones fiscales. Entre sus modificaciones, se detalla que el artículo 107 de la LIR ha sido revisado para establecer un nuevo tratamiento tributario del mayor valor obtenido en la venta o rescate de acciones de sociedades anónimas abiertas en Chile con presencia bursátil. Según los cambios, el mayor valor obtenido en estos casos ya no será considerado ingreso no constitutivo de renta, sino que estará sujeto a un impuesto único a la renta con una tasa del 10%. Sin embargo, los inversionistas institucionales continúan exentos y pueden seguir tratando estos ingresos como no constitutivos de renta, sin importar su domicilio o residencia en Chile.

Por su parte, en Colombia, la Ley N.º 2277 de 2022 establece que no se consideran renta ni ganancia ocasional las utilidades derivadas de la venta de acciones inscritas en una Bolsa de Valores Colombiana, siempre que el mismo beneficiario real no enajene más del tres por ciento (3%) de las acciones en circulación de la sociedad durante un mismo año gravable (Ley 2277 de 2022). Además, para los socios o accionistas no residentes en el país, cuyas inversiones estén debidamente registradas conforme a las normas cambiarias, las utilidades calculadas teóricamente, según la fórmula del artículo 49 del Estatuto, serán gravadas a la tarifa vigente para dividendos a favor de no residentes en el momento de la transacción. De este modo, las utilidades no se consideran ingresos gravables, pero los dividendos para los no residentes se ajustan a la tarifa aplica-

ble. Colombia ha implementado una exención fiscal para los inversionistas que realicen transacciones que no superen el 3% del total de las acciones emitidas por una empresa.

3. ELABORACIÓN E INTERPRETACIÓN DE DATOS

3.1. METODOLOGÍA

En la presente investigación es pertinente esclarecer dos variables para el análisis de la respuesta del mercado: volumen y número de emisores. El volumen se define como la cantidad de acciones negociadas multiplicadas por su precio de transacción, mientras que los emisores son aquellas entidades que listan valores para financiarse en la Bolsa de Valores de Lima que, para objetivos de la investigación, son únicamente de renta variable.

Se evidenciaría un efecto positivo, es decir, un incremento del volumen, si es que la cantidad de negociaciones se incrementa en los periodos en los que se encuentra vigente la exoneración por enajenación de acciones. Una observación similar sería la del incremento de los emisores que listan acciones en búsqueda de inversionistas, ya que, al tener un beneficio tributario, se esperaría que se incrementa la cantidad de adquisiciones. A continuación, se emplearán las variables del volumen y cantidad de emisores recolectada desde Bloomberg Terminal y la BVL con actualización mensual, a las cuales se les aplicó un promedio ponderado y desviación estándar para determinar si aumentaron las fluctuaciones o si la cantidad negociada se vio incrementada. Para mejorar los datos trabajados, se recurrió a la elaboración de boxplots y la eliminación de aquellos datos atípicos que se podrían haber dado por situaciones externas y afec-

tar el juicio en el análisis de los datos. Dentro de ellos, en diciembre del 2012, se eliminó el volumen de negociaciones por S/. 1840 millones que se pudo ver influenciado por la especulación del fin del mundo, y en 2017 por S/. 1540 millones por efectos del Fenómeno del Niño que tuvo un gran impacto en el país.

3.2. RESULTADOS

3.2.1. ANÁLISIS DEL VOLUMEN TOTAL NEGOCIADO (2010-2020)

Durante el periodo 2010-2015, el volumen total negociado en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) ha presentado una significativa variabilidad. En el año 2010, el volumen negociado fue en promedio de 191.56 millones de soles, valor que aumentó en el año 2011 con 252.16 millones, para luego disminuir hasta 204.04 en el 2013. Si bien en el año 2014 el promedio aumentó a 220.63, para el 2015, se registró en promedio el volumen negociado más bajo de este periodo. En cuanto a la desviación estándar, el valor más alto corresponde al año 2010 con 115.16, lo que indica una gran volatilidad en ese año en comparación con los demás. Por otro lado, el año 2015 presenta la desviación estándar más baja de 24.52, lo cual demuestra una mayor estabilidad. Estas diferencias reflejan que el volumen negociado presentó variaciones en cuanto a su estabilidad y evidencia una compleja dinámica del mercado durante el periodo sin exoneración tributaria.

Con respecto al periodo 2016-2020, se puede observar una recuperación en el primer año con respecto al volumen negociado en el 2015. Este valor continuó creciendo hasta alcanzar el nivel más alto en el 2017 con 217.23 millones. Sin embargo, este

incremento fue seguido por una caída considerable en el 2018, con un promedio de 140.41 millones y niveles relativamente bajos en los años posteriores.

En cuanto a las desviaciones estándar, si bien el año 2016 presentó una variabilidad moderada, en el año 2017, alcanzó una desviación estándar notablemente alta de 74.06, lo que indica una alta fluctuación del volumen negociado ese año. A partir del 2018, este indicador disminuyó considerablemente con valores de 25.73, 45.50 en 2019 y 20.03 en 2020, lo cual indica una mayor estabilidad en el volumen negociado en estos años. Sobre la base de estos resultados, se podría afirmar que, si bien el nivel de negociación disminuyó en los últimos años del periodo, el mercado se estabilizó.

3.2.2. ANÁLISIS DEL NÚMERO DE EMISORES: (2010-2020)

Durante el periodo 2010-2015, la Bolsa de Valores de Lima mantuvo una tendencia general de crecimiento y estabilidad. En el año 2010, el promedio de emisores fue de



Se evidenciaría un efecto positivo, es decir, un incremento del volumen, si es que la cantidad de negociaciones se incrementa en los periodos en los que se encuentra vigente la exoneración por enajenación de acciones.

263.5, y creció hasta alcanzar un promedio de 291.08 en el 2013. Sin embargo, en adelante, el número de emisores fue disminuyendo, con promedios de 286.67 en 2014 y 279.58 en el 2015, datos que revelan una estabilización en esos años. Por su parte, la baja desviación estándar demuestra que las variaciones en el número de emisores fueron mínimas. En el 2010, este indicador fue de 3.15, cifra que disminuyó a 1.91 en el 2011. Si bien en el 2012 la desviación estándar aumentó significativamente a 6.34, en los años siguientes, las desviaciones estándar se estabilizaron nuevamente con valores de 2.57 en 2013, 3.26 en 2014 y 3.34 en 2015.

Con respecto al segundo periodo (2016-2020), el número de emisores listados mostró una ligera tendencia de disminución, a pesar de la entrada en vigencia de la exoneración tributaria. Si bien el promedio de emisores se mantuvo durante los años 2016 y 2017, a partir del 2018, el número de emisores presentó una disminución, la cual alcanzó un promedio de 276.25 y descendió hasta 260.75 en 2020. Asimismo, durante este periodo, las desviaciones estándar muestran ligeras fluctuaciones en el mercado. En el 2016, la desviación estándar comenzó con 1.24, valor que fue en aumento en los años posteriores con 2.57 en el 2017, 2.83 en el 2018 y 4.44 en el 2019, en el que ascendió a 4.44, lo cual indica mayor fluctuación. Finalmente, este índice disminuyó a 3.41 en el 2020, aun más alto que en el periodo anterior.

4. CONCLUSIONES

Entre el periodo del 2010-2015, el promedio de volumen mensual negociado fue de S/. 201.94 millones, ya que no hubo exoneración por enajenación de acciones. A diferencia de lo planteado en un inicio, fue mayor al del periodo de 2016-2020 que tenía vigente

la ley, el cual tuvo un promedio de negociación mensual de S/. 164.35, lo cual representa una caída del 18.62%. Por tanto, podemos concluir que no existe un efecto o relación evidente entre la exoneración tributaria por enajenación de acciones y el incremento en el incentivo de los inversionistas del mercado secundario para efectuar más operaciones de compra o venta. Sin embargo, es importante aclarar que el principal volumen de negociación no se negocia en el mercado secundario donde se realizan operaciones *retail*, sino que las fusiones, adquisiciones, ofertas públicas de adquisición, entre otros, son aquellos que representan los montos más grandes, ya que la BVL es una bolsa ilíquida o de poca negociación de parte de las personas naturales. Es decir, nuestras conclusiones pueden estar sujetas a un sesgo al incluir el mercado primario, lo cual podría ser una extensión del análisis hecho en esta investigación. Finalmente, esta investigación revela que la aplicación de la exoneración tributaria para la enajenación de acciones en el Perú puede carecer de suficiente sustento para que los intereses de los inversionistas no estén fuertemente influenciados por los efectos tributarios.

5. DISCUSIÓN

La presente investigación se ha enfocado en el análisis del impacto en el volumen a causa de la exoneración tributaria por enajenación de acciones; sin embargo, creemos pertinente que se evalúe el efecto *retailer* a contraposición de las negociaciones del mercado primario. Además, con la llegada de la digitalización de los recientes años, el volumen se podría ver afectado por la facilitación de acceso al mercado con el ingreso de nuevos inversionistas; por tanto, invitamos a los lectores a que puedan evaluar nuestros datos.

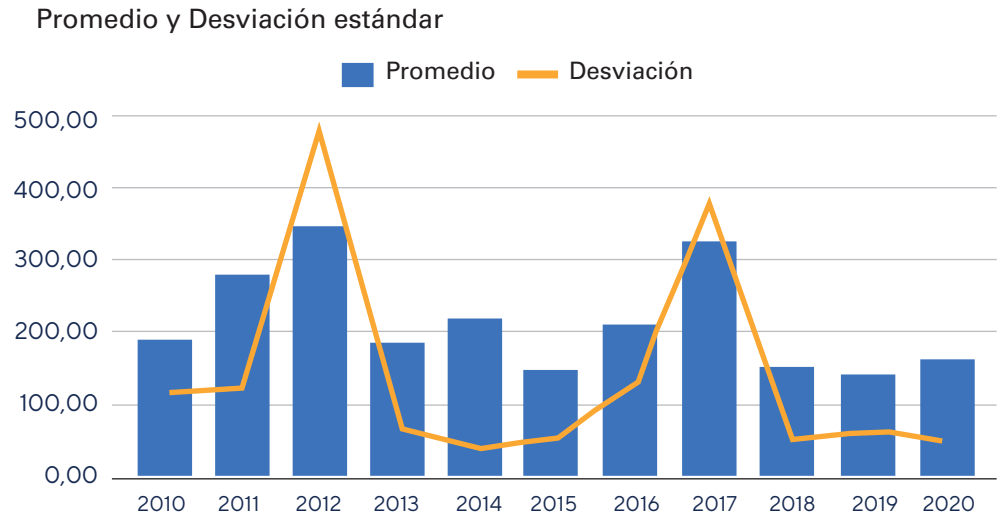
BIBLIOGRAFÍA

- Bolsa de Valores de Lima (2010). *Informe Bursátil-Diciembre 2010*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2010_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2011). *Informe Bursátil-Diciembre 2011*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2011_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2012). *Informe Bursátil-Diciembre 2012*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2012_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2013). *Informe Bursátil-Diciembre 2013*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2013_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2014). *Informe Bursátil-Diciembre 2014*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2014_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2015). *Informe Bursátil-Diciembre 2015*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2015_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2016). *Informe Bursátil-Diciembre 2016*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2016_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2017). *Informe Bursátil-Diciembre 2017*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2017_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2018). *Informe Bursátil-Diciembre 2018*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2018_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2019). *Informe Bursátil-Diciembre 2019*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2019_12.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2020). *Informe Bursátil-Diciembre 2020*. https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2020_12.pdf
- Ley N.º 21. 420. *Ley que reduce o elimina exenciones tributarias que indica*, artículo 107 (2022). <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1172303f>
- Ley N.º 2277. *Ley por una reforma tributaria para la igualdad y la justicia social*, artículo 36 (2022). <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=30045028>
- Ley N.º 27034, *Ley de impuesto a la renta*, artículos 24, 28, 32 (1999). <https://www.mef.gob.pe/es/por-instrumento/decreto-supremo/822-d-s-n-054-99-ef/file>
- Ley N.º 30341 (2015). Diario Oficial El Peruano. <https://busquedas.elperuano.pe/dispositivo/NL/2156462-1>
- Ley N.º 316621 (2022). Diario Oficial El Peruano. <https://busquedas.elperuano.pe/dispositivo/NL/2139646-5>
- Horan, S. & Zaman, A. A. (2012). Risk-Sharing Implications for Roth IRA Conversions: Fact and Fiction. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2210908>

ANEXOS

Gráfico 1

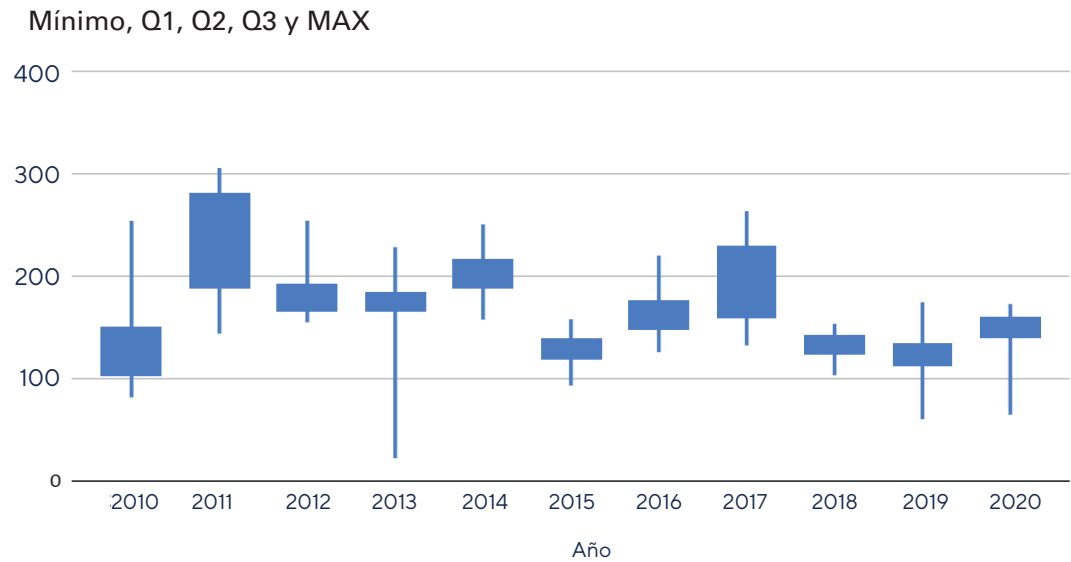
Promedio y desviación estándar del volumen total negociado



Nota. Elaboración propia

Gráfico 2

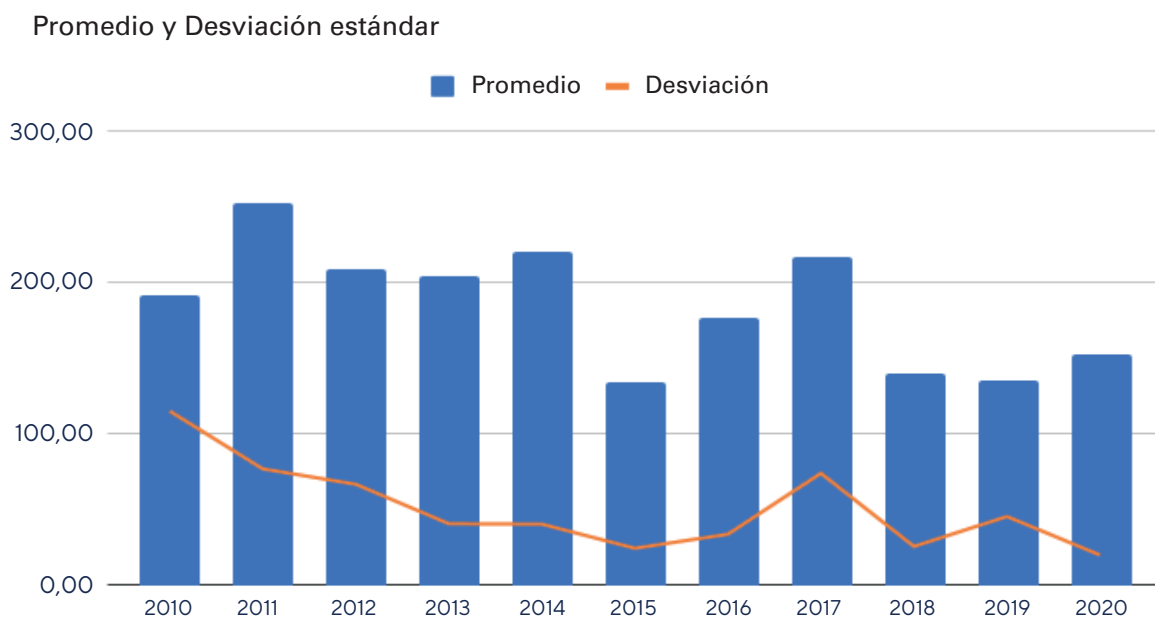
Gráfico de cajas del volumen total negociado 2010-2020



Nota. Elaboración propia

Gráfico 3

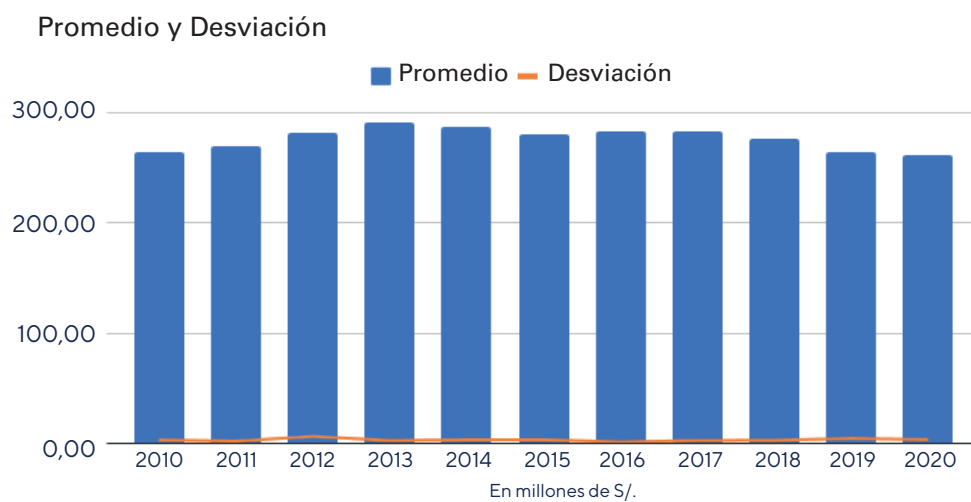
Promedio y desviación estándar del volumen total negociado sin datos atípicos 2010-2020



Nota. Elaboración propia

Gráfico 4

Promedio y desviación estándar del volumen total negociado



Nota. Elaboración propia

Tabla 1*Promedio y desviación estándar del Volumen total negociado en la Bolsa de Valores de Lima 2010-2020*

En millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Promedio	191,56	280,03	345,27	188,90	220,63	146,94	211,33	324,96	153,54	147,39	162,91
Desviación	115,16	121,28	475,01	65,24	38,69	50,97	126,20	379,43	51,68	60,32	53,99

Nota. Elaboración propia**Tabla 2***Promedio y desviación estándar del número total de emisores de la Bolsa de Valores de Lima 2010-2020*

En millones de S/.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Promedio	263,50	269,25	281,00	291,08	286,67	279,58	282,92	282,92	276,25	264,67	260,75
Desviación	3,15	1,91	6,34	2,57	3,26	3,34	1,24	2,57	2,83	4,44	3,41
variación % Prom.		2,18%	4,36%	3,59%	-1,52%	-2,47%	1,19%	0,00%	-2,36%	-4,19%	-1,48%
variación % Desv.		-39,23%	231,38%	-59,38%	26,49%	2,64%	-62,90%	107,61%	10,01%	56,69%	-23,06%

Nota. Elaboración propia**Tabla 3***Cuartiles del volumen total negociado en la Bolsa de Valores de Lima 2010-2020*

Año	Mínimo	Q1	Q2	Q3	Máximo	Bigote inferior	Bigote Superior
2010	81,87	103,39	148,61	254,4875	420,57	-123,26	481,14
2011	144,24	189,52	281,05	306,12	586,62	14,61	481,03
2012	155,27	166,90	191,605	254,53	1840	35,46	385,97
2013	22,43	167,03	182,615	228,65	287,69	74,61	321,08
2014	157,95	190,54	215,065	250,94	281,83	99,93	341,54
2015	93,41	120,68	138,315	158,14	290,76	64,48	214,33
2016	126,03	149,86	175,705	220,51	596,86	43,88	326,48
2017	132,66	160,63	228,485	263,86	1510	5,80	418,69
2018	103,46	125,17	142	153,74	297,97	82,32	196,58
2019	60,47	114,12	133,71	174,81	285,07	23,08	265,84
2020	64,91	140,81	159,59	173,04	275,6	92,47	221,38

Nota. Elaboración propia

Tabla 4

Variación Porcentual del Promedio y desviación estándar del valor total negociado 2010-2020 sin datos atípicos

En millones de S/.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Promedio	191,56	252,16	209,38	204,04	220,63	133,87	176,28	217,23	140,41	134,87	152,94
Desviación	115,16	76,98	66,80	40,73	40,45	24,52	33,77	74,06	25,73	45,50	20,03
Variación % Prom.		31,63%	-16,96%	-2,55%	8,13%	-39,32%	31,68%	23,23%	-35,36%	-3,95%	13,40%
Variación % Desv.		-33,16%	-13,23%	-39,02%	-0,69%	-39,38%	37,72%	119,29%	-65,26%	76,86%	-55,98%

Nota. Elaboración Propia