

Mercado Capitales | Caso de la Minería

Mediana minería en Chile

¿POR QUÉ NO SE ARTICULA EL MERCADO DE CAPITALS?

Eduardo Contreras

Académico Departamento Ingeniería Industrial
Universidad de Chile

Christian Moscoto

Académico Departamento Ingeniería Industrial
Universidad de Chile

RESUMEN EJECUTIVO

En Chile no existe un mercado de capitales organizado, especializado en minería. Su inexistencia determina dificultades en el financiamiento de las empresas medianas del sector. En este contexto, nuestro objetivo es hacer propuestas de modificaciones a nuestro marco institucional, en lo que respecta a su incidencia sobre los flujos de capitales para proyectos de mediana minería y exploración.

1.- INTRODUCCIÓN

A fines de 2007, en su presentación “La Mediana Minería en Tiempos de Bonanza”, la ex Ministra de Minería Karen Ponichik enfatizó la paradoja de que en años de precios record del cobre, de 268 empresas listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago, sólo seis son mineras, y sólo una vinculada al cobre, es decir, sólo un 2,6% de las empresas listadas son mineras. ¿Por qué esta desproporción en un país en el que el cobre ha sido tan importante?

Nuestra hipótesis de trabajo en el proyecto Fondef realizado sobre este tema, es que existirían factores relacionados con el marco institucional, que estarían incidiendo negativamente en la conformación en Chile de un mercado de capitales para los proyectos de exploración y mediana minería. Para ilustrar la brecha existente con respecto a otros países mineros, basta con analizar los siguientes datos de capitalización bursátil de países con tradición minera.

A partir del enfoque de Economía Industrial, se realizó el análisis del marco institucional en otros países con mayor desarrollo del segmento

minero, el análisis del marco institucional chileno, la identificación de las principales diferencias, incluyendo el análisis de sus posibles consecuencias, y finalmente la elaboración de propuestas de mejora.

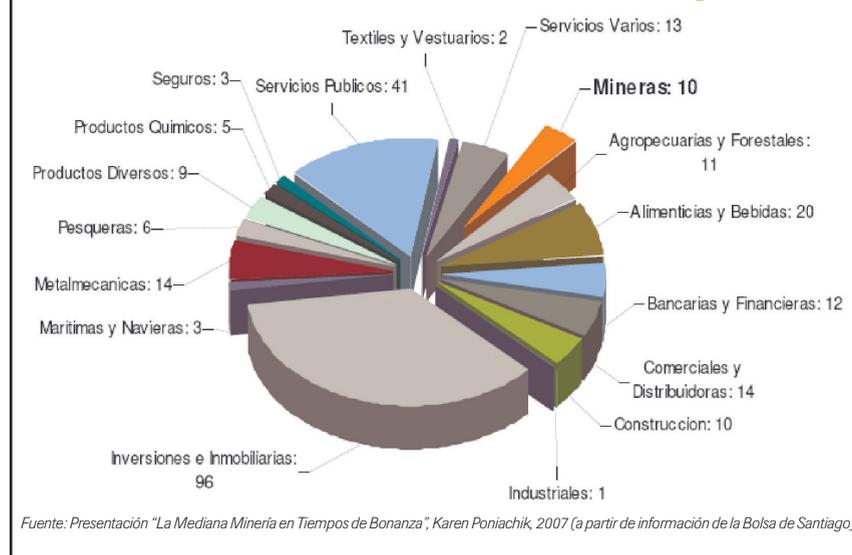
2.- ¿CUÁLES SON LAS CONDICIONES PARA EL DESARROLLO DE UN MERCADO ORGANIZADO?

Para responder, recordemos que en un mercado competitivo hay muchos oferentes y demandantes, no hay deficiencias de información, los productos son homogéneos y hay libre movilidad de recursos dentro de cada

Cuadro 1. Comparación Capitalización Bolsas Minería vs. Servicios Financieros

| País | Servicios Financieros | Minería | Relación (Minería / Servicios Financieros) |
|-----------|-----------------------|---------|--|
| | MillonesUS\$ | | % |
| Chile | 35.561 | 829 | 2% |
| Perú | 4.528 | 23.474 | 518% |
| Australia | 232.477 | 109.589 | 47% |
| Canadá | 346.168 | 134.196 | 39% |
| Londres | 788.949 | 152.291 | 19% |

Fuente: Bloomberg, 11 de agosto de 2005

Cuadro 2. Emisores de acciones en Bolsa de Santiago 2008

industria y entre ellas. En economía de recursos naturales estas condiciones rara vez se cumplen. Por ello surge la necesidad de encontrar soluciones de mercado a las imperfecciones del mismo.

Para que un mercado se desarrolle se requiere una estructura jurídica que establezca las formas de apropiabilidad e intercambio de los recursos. Si una estructura jurídica demuestra ser incompleta o inadecuada para el bienestar de la comunidad, entonces el Estado puede usar la legislación para influir indirectamente en el comportamiento de los agentes, emprendiendo acciones estratégicas que modifiquen sus expectativas y las induzcan hacia el bienestar general.

Por otra parte, el mercado es un concepto lábil, varía según las circunstancias (Castro y Duch, 2003). A veces los agentes confían en la coordinación descentralizada del mercado y otras en la coordinación jerárquica y centralizada al interior de las empresas. La frontera entre las actividades que se realizan en el mercado y en el interior de las empresas es variable. Por lo tanto, los mecanismos de coordinación (mercado-organizado / transacciones-privadas) son sustitutos, y las empresas y emprendedores

concurrentes pueden optar por uno de ellos.

Si observamos el estado actual del financiamiento de la exploración y de la explotación a nivel de la mediana minería en Chile, podemos notar la inexistencia de un mercado organizado. La demanda y la oferta de financiamiento se coordinan a través de transacciones privadas. La eficiencia y efectividad relativa de este mecanismo puede medirse tanto desde el punto de vista privado como público. En el caso minero, un indicador de eficiencia privado son los costos de transacción (recopilación de información, negociaciones, seguimiento de acuerdos). Desde una perspectiva financiera también privada, se puede considerar además el tiempo del ciclo financiero asociado al tiempo del ciclo físico del proyecto.

Desde una perspectiva social, la existencia de un mercado organizado para el financiamiento del sector significaría una mayor disponibilidad de recursos para invertir en exploración y mediana minería, en menores plazos. Ello contribuiría a aumentar la valorización del territorio al incorporarse más y mejor información geocientífica, la cual es valorizada bajo las reglas de un mercado organizado.

Por otra parte, el concepto de mercado es elusivo, porque no hay una forma única de determinar qué grupo de bienes forma parte de un mismo mercado. Se tiene una situación de ese tipo en el caso analizado, puesto que por el lado de la demanda de financiamiento los emprendedores mineros aportan, esencialmente, dos bienes:

- Propiedad minera: concesiones de diversa extensión, amparadas bajo determinada normativa legal, con cierta estructura societaria, capacidad gerencial y prestigio.

- Información geocientífica: asociada a dicha propiedad minera; de diverso alcance, soporte físico y confiabilidad.

Se trata de bienes muy heterogéneos, por lo que dos emprendimientos cualquiera pueden pertenecer a mercados distintos. Por otra parte, la realización de los intercambios a través de cualquier mecanismo determina costos. Si se usa el mercado, se generan ciertos costos de transacción, los que tienen su origen en:

- la incertidumbre sobre condiciones presentes y futuras de los mercados.
- procesos de negociación y perfeccionamiento de los contratos.
- si las transacciones son complejas y/o duran un largo período, los contratos suelen ser incompletos.

En minería los bienes que se transan son heterogéneos y sus atributos reales no se conocen con antelación. Este tipo de incertidumbre abre la posibilidad de que oferentes o demandantes de financiamiento puedan incurrir en algún grado de selección adversa (Akerlof, 1970), y a tomar decisiones de inversión que no se hubieran adoptado bajo condiciones de información perfecta. Evitar esto obliga a emprender operaciones de búsqueda e interpretación de información, incurriéndose en los costos correspondientes. Lo anterior se ve agravado por la presencia de asimetrías de información -una de las partes posee mayor información sobre los bienes que la otra-, con la posibilidad que la parte más informada intente obtener

Mercados Capitales | Caso de la Mediana Minería

beneficios adicionales, explotando a su favor estas asimetrías.

Además, el oportunismo puede surgir después de formalizado el contrato, luego de que los participantes se hayan comprometido a cumplir determinadas condiciones explicitadas en éste, generando un riesgo moral. Esta situación se produce en la explotación minera, puesto que la ausencia de alternativas para el inversionista facilita a aquel que ha inducido la inversión, el alterar unilateralmente las condiciones, en la seguridad de que la parte inversionista se verá forzada a negociar; a fin de obtener algo en lugar de nada.

Si la información fuera perfecta, esta problemática sería inexistente, pues se podrían formalizar contratos completos especificando todos los casos posibles y la solución para cada uno. Sin embargo, en presencia de asimetría e incertidumbre, es imposible formalizar contratos completos pues, aún arbitrando cláusulas para prevenir el oportunismo, no se pueden prever todas las contingencias. El protegerse contra estas eventualidades obliga a redactar contratos complejos (con mayores costos de transacción).

El mercado funciona bien cuando los bienes son homogéneos y los concurrentes conocen los atributos esenciales de los bienes intercambiados, generándose costos de transacción relativamente bajos. Para acercarse a esa situación en el caso de la exploración, tal como sucede en otros países donde junto con el ciclo físico de la minería se ha desarrollado el ciclo de financiamiento asociado, es necesario establecer regulaciones y autorregulaciones entre los participantes, orientadas a que los bienes o activos de exploración puedan estandarizarse en mayor grado y se reduzcan los costos de transacción, hasta el extremo en que sean inferiores a los generados por cualquier mecanismo alternativo de coordinación. Ello se ha logrado a través de vías como las recomendadas a continuación.

3.-RECOMENDACIONES DE MODIFICACIONES AL MARCO INSTITUCIONAL

Los diagnósticos realizados en el proyecto Atacama Resource Capital (Contreras, Méndez y Moscoso, 2005) han identificado puntos críticos para la creación exitosa de un mercado de capitales orientado a la mediana minería en Chile, que han significado hasta hoy un distanciamiento entre el sector financiero y el sector minero. Estos puntos críticos abarcan desde modificaciones legales, pasando por cambios estructurales y/o funcionales menores, hasta ajustes en el modus operandi de los agentes involucrados. Con ello, se han podido establecer lineamientos generales de acción y propuestas concretas de medidas para la articulación del mercado de capitales.

Las propuestas están basadas fundamentalmente en la experiencia de países que cuentan con mercados de capitales desarrollados en este sector, principalmente Australia y Canadá. A partir de esa experiencia y el análisis del marco legal de la minería chilena, se identificaron los siguientes temas relevantes:

- Información sobre el potencial geológico: rol del Sernageomin.
- Creación de bases de datos de pros-

pectos.

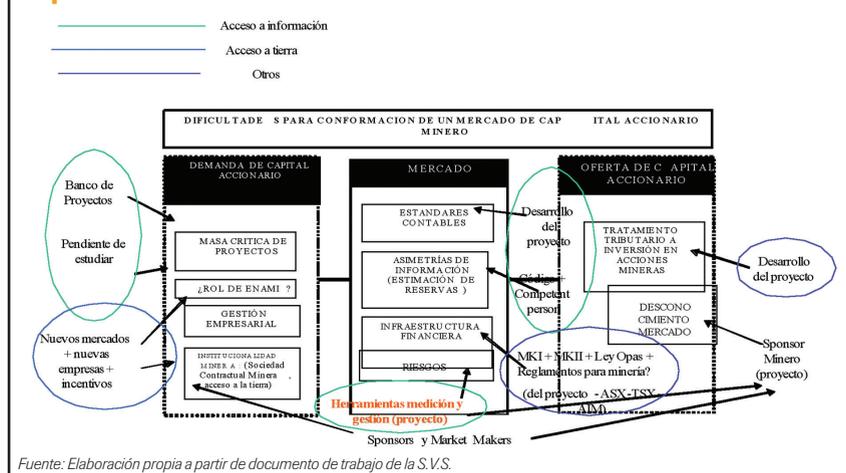
- Incentivos al capital de riesgo (Bolsa emergente).
- Formación y certificación de “personas competentes”.
- Aceleración de la implementación del código de reservas mineras.
- Análisis del sistema de manifestación de pertenencias mineras.
- Regulación de la información mínima a exigir a las empresas mineras que desean listarse, incluyendo la necesidad de especialización mediante la figura del sponsor.
- Análisis de la figura de las sociedades contractuales mineras.
- Aspectos tributarios.

Un ordenamiento de estos temas se presenta en la Figura 1.

En el marco del proyecto Fondef se formularon propuestas para abordar la mayor parte de las dificultades identificadas. En particular se profundizó en aquellas relacionadas con la institucionalidad del sector minero (acceso a las pertenencias), y en las relativas a las reglamentaciones y formas de operación de las Bolsas Emergentes mediante un análisis comparativo de experiencias internacionales.

La implementación de la figura de las “personas competentes” y el código de reservas son proyectos en marcha. Nuestro trabajo articula dichas

Figura 1. Dificultades para la conformación de un mercado de capitales minero



Mercados Capitales | Caso de la Mediana Minería

iniciativas con el resto de las actividades de mejoramiento que hemos propuesto. La existencia de un Código de Reservas Mineras y la implementación de la figura de “persona competente” son pasos esenciales para que un mercado minero se desarrolle, porque cierran brechas de información y permiten acceder a opiniones independientes y confiables con respecto a la existencia y calidad de reservas.

CREACIÓN DE LA FIGURA DEL SPONSOR MINERO

Dentro del esquema de la Figura 1 se identifica la figura del sponsor minero, al que le asignamos un rol fundamental en la articulación de la oferta y la demanda. Las principales actividades ese nuevo agente del mercado se describen a continuación.

- Red de conexiones entre industria minera.
- Servicios. Ejemplo: promoción de investigaciones, consultorías, desarrollo y soporte de sistemas computacionales relacionados.
- Evaluación de proyectos mineros (exploración y explotación).

- Evaluación y gestión de riesgos en la industria minera.

- Asesoría en desarrollo de planes de negocios, prospectos, planes de marketing, diseño y apoyo de road shows.

- Servicios de información para la industria y para inversionistas. Incluye desarrollo de interfaces de empresas, bases de datos de proyectos y estandarización de la información.

- Conexiones entre sectores minero y financiero. Apoyo en la venta de proyectos certificados (lo que requiere del código de reservas y la “persona competente”).

El diseño detallado de la figura del sponsor minero y de su modelo de negocios, ha sido desarrollado como parte de las actividades del proyecto Fondef.

ACCESO A LA TIERRA

En general, con inversiones innovadoras, tecnológicas y/o de rápido crecimiento, que tienen altas tasas de falla propias de la industria del riesgo, se requieren carteras grandes de proyectos. Para alcanzar esa masa crítica en el caso minero, es necesario au-

mentar la rotación de las tenencias. En la experiencia analizada en otros países, esto se logra ya sea con exigencias de inversiones mínimas en plazos máximos (al estilo australiano), o elevando el costo de las patentes haciéndolas crecientes en el tiempo si no se explota la pertenencia (al estilo peruano).

En el caso chileno no se exigen inversiones reales en exploración y se permite, a través del pago de una patente de valor bajo, obtener directamente y sin mediar exploración alguna, una patente de explotación. En Australia y Canadá, en cambio, el acceso a la tierra ha estado regulado de forma de facilitar el acceso, mediante sistemas que incentivan la rotación.

Implementar cambios en Chile requeriría de una reforma legal al sistema de manifestación de pertenencias mineras, y significaría un cambio en las “reglas del juego” de consecuencias difíciles de prever desde el punto de vista del comportamiento de los inversionistas. Dicha modificación no parece fácil, ya que los cambios a la regulación de las concesiones requieren de quórum especial en el Congreso por su rango de Ley Orgánica Constitucional, si es que dichas modificaciones van en la dirección de poner condiciones a un derecho que ya ha sido otorgado. Ello dificulta las soluciones al “estilo australiano” o el “estilo peruano”, que condicionan el derecho a inversiones mínimas.

En este escenario, una mejora con alguna mayor viabilidad y posibilidades de ser implementada en el corto plazo, sería la de elevar el costo de las patentes (sin establecer condicionantes), ya que sólo requeriría modificar el Código Minero, para lo que basta con mayoría simple. Aunque éste no parece ser el mejor momento para esa discusión, dada la polémica ya generada por el tema de los royalties, de todas formas proponemos iniciarla. Se debería analizar en más detalle estas medidas en al menos dos dimensiones: i) efectividad como incentivo a que los



terrenos no explorados o explotados sean vendidos a quienes desean invertir en el sector y ii) impacto directo para los costos y márgenes de la mediana y pequeña minería.

En relación al régimen de amparo de la propiedad minera en Chile, constatamos la percepción del Directorio de PDAC (las empresas canadienses de exploración) y de numerosos ejecutivos de empresas entrevistados en Australia, de que el amparo por el solo pago de la patente bloquea el desarrollo de los negocios de exploración.

REGLAMENTACIÓN DE LAS BOLSAS EMERGENTES

Luego de ver los 4 modelos de bolsas emergentes analizados en el proyecto Fondef (ASX, TSX Venture, AIM y Bolsa Emergente de Santiago) se puede concluir que existen dos opciones que se diferencian entre sí. La primera podría ser el modelo utilizado en la TSX Venture y la ASX, que especifica una serie de requerimientos mínimos que un postulante debe cumplir para ser aceptado en la bolsa. Ello persigue otorgar cierta credibilidad y seguridad al mercado. Credibilidad, en el sentido que no cualquier empresa puede listar en la bolsa y las que lo hacen, cumplen con exigencias mínimas específicas para la minería y exploración. Seguridad, en el sentido en que los futuros compradores pueden estar confiando en que la empresa cumple con estándares mínimos técnicos y de gestión.

La segunda forma estructural es la utilizada por el AIM y la Bolsa Emergente de Santiago, en las que se hace mención a la figura del sponsor. Ella cumple un rol crítico, ya que da el visto bueno para que la empresa postulante ingrese a la bolsa. Estas dos bolsas no exigen requerimientos técnicos específicos, asumiendo que una persona entendida en el financiamiento para el postulante y acreditada por éste, es capaz de verificar la viabilidad de dicho ingreso. Lo anterior no significa

una tendencia general en el accionar de nuestra Superintendencia de Valores y Seguros, la que puede optar por elevar las exigencias específicas de información, y al mismo tiempo impulsar que esto sea delegado (externalizado) a figuras tipo sponsor.

Nuestra propuesta es potenciar esta figura del sponsor con el apoyo de herramientas que se derivan de nuestro proyecto. Se cuentan entre ellas mejores prácticas de productividad del capital y de información a los accionistas, estándares especiales de presentación de información financiero-contable, y las metodologías de valoración y clasificación de riesgos de proyectos de exploración y minería.

INFORMACIÓN GEOCIÉNTIFICA

Otro aspecto a destacar de la experiencia extranjera es la obligatoriedad para el privado de entregar al Estado la información geológica (datos, no la interpretación de éstos) obtenida durante la exploración y explotación. El acceso a información geocientífica de calidad es vital para el éxito de la exploración. Esta información la provee en forma gratuita el Estado a la industria y la complementa con las posteriores investigaciones de los privados. De ese modo, la información (mayoritariamente en medios digitales) se actualiza continuamente con nuevos antecedentes provenientes de encuestas e investigaciones del gobierno, de agencias geocientíficas públicas, de investigaciones de las universidades y de reportes de las propias empresas (Guj, 2004).

La rápida adopción de las tecnologías digitales, tanto por la industria como por los gobiernos, ha resultado en un dramático incremento de la demanda por información pre-competitiva de alta calidad, siendo Internet el medio elegido por la industria para la distribución de la información geocientífica.

Nuestras propuestas concretas en esta materia son:

- Instaurar la obligatoriedad de entrega de información geocientífica por parte de los concesionarios, una vez finalizado el período de su concesión.
- Formalizar la creación de un registro de “personas competentes” ante una instancia habilitada formalmente para tal propósito, a través de una ley que delegue al Ministerio de Minería la implementación vía decretos de la reglamentación respectiva.
- Homologar los catastros de las pertenencias mineras, lo que podría concretarse a través de un mayor acercamiento -utilizando tecnologías de información- entre los datos que maneja el sistema judicial y Sernageomin.
- Generar una base de datos de información geocientífica que se encuentre fácilmente disponible para los evaluadores de los proyectos. Este acceso expedito a la información se propiciaría a través de medios digitales (Internet, on-line) y previo pago de un pie.

Respecto a la rentabilidad para el país de invertir en mejorar la información geocientífica, una estimación reciente proyectó una Tasa Interna de Retorno de 48%.

ASPECTOS TRIBUTARIOS

La figura de la Sociedad Contractual Minera, de amplia aplicación en el sector, ya no genera incentivos tributarios importantes respecto a las S.A. luego de modificaciones a las normas de depreciación establecidas por el Servicio de Impuestos Internos. Sin embargo, el tema tributario sigue siendo relevante, ya que una de las principales trabas para la obtención de financiamiento para los proyectos de exploración radica en el riesgo inherente a esta actividad. Por ello, países como Canadá y Australia han creado incentivos extras para que los inversionistas se interesen en participar en este negocio.

Dentro de estos esquemas se destaca el llamado flow-through shares, mecanismo canadiense que permite que

Mercados Capitales | Caso de la Mediana Minería

los gastos de exploración y desarrollo sean deducidos (en un 100% y un 30%, respectivamente) de su renta imponible por los accionistas de las empresas mineras que los incurren (NRC, 2002).

También, vigente en Australia, existe el esquema de los pooled development funds (PDFs), para proveer a las empresas pequeñas y medianas de un mayor acceso a capital para sus actividades y que establece, bajo ciertos requerimientos, incentivos tributarios.

Nuestras propuestas en el ámbito tributario son las siguientes:

- Adaptar para nuestro país un esquema tipo flow-through shares o PDF.
- Facilitar la creación de joint ventures entre las sociedades contractuales mineras y otros accionistas, que dé lugar a nuevas empresas que se constituyan como S.A. con fines específicos de exploración (las que utilizarían el esquema de flow-through shares).
- Permitir que las grandes compañías, al comprar una empresa menor (una senior que adquiere una junior), puedan adquirir también las pérdidas de aquella -manifiestas por tratarse de empresas de exploración-, pudiendo así obtener beneficios tributarios.

PRESENTACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERO-CONTABLE

Las normas chilenas están muy atrasadas con respecto a otros países en cuanto a estándares contables para empresas mineras. La escasa participación de este tipo de empresas en el mercado de valores no las obliga a presentar información pública ni a registrarse por las normas de la SVS. Por lo demás, no existe en nuestro país una legislación específica para este tipo de empresas.

El escaso desarrollo de esas normas contables no debiera ser un impedimento para un adecuado tratamiento de los Estados Financieros, ya que en caso de ausencia de norma local, se debe recurrir a las normas internacionales. Dicha disposición abre un espa-

cio de posibilidades para tratar materias específicas de la minería que en nuestro país no están aún desarrolladas, sin tener que esperar los avances en nuestra legislación.

Se analizaron los estados financieros de empresas mineras chilenas, constatando que no incluyen toda la información necesaria para tener una visión completa de sus negocios, y no cumplen los requerimientos para que los inversionistas puedan tomar decisiones. En el Análisis Razonado de los estados financieros se exige la divulgación de las diferencias entre los valores contables y económicos de los principales activos; sin embargo, los casos revisados no hacen mención a los recursos minerales como activos. También es posible apreciar que este análisis no cumple con su finalidad de proveer con claridad la situación financiera de la empresa. Al respecto, las compañías extranjeras proporcionan un capítulo con Análisis y Discusión Gerencial, Revisión Financiera y Resultados Operacionales, los que entregan un detallado análisis de los negocios de la compañía (Cabrera, 2004).

Si las empresas mineras chilenas desean levantar capitales en la bolsa, no deberían conformarse con lo que exige la normativa, que para minería no posee requerimientos específicos. Los estados financieros revisados, junto con la experiencia internacional, permiten focalizar la problemática financiero-contable en dos grandes

temas: principios contables principales y específicos (Figura 2), los que se desarrollan como parte de nuestras propuestas. También se propuso, en los marcos del proyecto Fondef, un reporte minero que complementa el prospecto para los inversionistas.

El activo más importante de las empresas mineras corresponde a sus yacimientos, que son los que permiten la generación de flujos futuros. A nivel mundial existe consenso en la necesidad de avanzar hacia la estandarización de métodos de valorización de estos recursos. Para ello es de vital importancia el llamado “proyecto de código” al que se alude en el siguiente punto.

4.- CONCLUSIONES

Aún cuando queda mucho por avanzar en nuestro marco institucional para mejorar el acceso de la mediana minería al financiamiento (lo que constituye un desafío para las nuevas autoridades que están asumiendo a principios de 2008), se han verificado avances en la dirección correcta. Entre ellos se cuenta la Ley 20.233 aprobada por el Senado de la República en 2007, que crea la figura de la Persona Competente y establece el “Código para la Certificación de Prospectos de Exploración, Recursos y Reservas Mineras”, el que representa un acercamiento concreto hacia el modo en que operan los mercados internacionales que sirvieron de ejemplo para ese documento.

Más relevante aún, al menos considerando el alcance del proyecto Fondef, es el establecimiento de propuestas respecto al acceso a las pertenencias, la tributación minera, la información financiero-contable, las mejores prácticas de productividad e información a accionistas y el manejo de la información geocientífica, que necesariamente involucran la intención y la acción de las diversas instituciones involucradas e interesadas en hacer de Chile un centro internacional de capitales para la minería. ●

