

## PRINCIPALES ASPECTOS JURÍDICOS DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS EN CHILE

 VICENTE CONDE VIÑUELAS  
*Abogado de Uría & Menéndez\**

### 1. INTRODUCCIÓN

Chile ha sido tradicionalmente uno de los principales destinos de la inversión española en el exterior, y uno de los primeros países de Latinoamérica a los que dicha inversión se canalizó en forma masiva. España se ha convertido en el segundo mayor inversor extranjero en Chile, detrás de Estados Unidos. Muchas de las grandes y medianas empresas españolas se han establecido en este país, fundamentalmente en los sectores de telecomunicaciones, energético, financiero, sanitario y de infraestructuras.

En un contexto recesivo como el actual, de aguda crisis en algunos países de su entorno, Chile destaca como una de las economías más sólidas y abiertas de la región, y sigue ofreciendo interesantes oportunidades de inversión para las empresas españolas. La estabilidad política e institucional del país, su avanzado nivel de desarrollo, la seguridad de su ordenamiento jurídico y el bajo nivel de corrupción del aparato público constituyen también importantes ventajas que hacen de Chile un país atractivo para nuestras empresas.

El presente artículo pretende analizar, en forma necesariamente general y sucinta, los principales aspectos jurídicos que un inversor español debe tener en cuenta a la hora de evaluar una posible inversión en Chile (típicamente, una compraventa de una empresa local), poniendo especial énfasis en

las diferencias más significativas con la normativa y práctica española.

### 2. ASPECTOS SOCIETARIOS

El Derecho mercantil chileno reconoce en esencia los mismos tipos societarios que el Derecho español. Centraremos no obstante nuestro análisis en los dos tipos más comunes, la sociedad de responsabilidad limitada y la sociedad anónima, ya que en la práctica totalidad de los casos será una de estas dos formas la que revestirá la sociedad chilena objeto de la inversión o el vehículo societario a través del cual dicha inversión pretenda canalizarse.

Ambos tipos de sociedades requieren siempre de al menos dos socios, tanto en el momento de su constitución como a lo largo de toda su existencia. La unipersonalidad sobrevenida constituye una causa de disolución de la sociedad. Con carácter general (y salvo excepciones muy residuales), no existe ninguna restricción a la participación extranjera en sociedades chilenas, por lo que todos los socios pueden ser no residentes en Chile.

#### 2.1. Sociedades de Responsabilidad Limitada

La sociedad de responsabilidad limitada chilena prácticamente sólo tiene en común con la española la limitación de responsabilidad de los socios a que su nombre alude. Salvo por este rasgo fundamental, es un tipo societario mucho más próximo a las socie-

\* Destacado en la Oficina de Uría & Menéndez de Santiago de Chile.

dades de personas que a las capitalistas. De hecho, su ley reguladora, que consta únicamente de cinco artículos, se remite en todo lo relativo a la formación, administración y funcionamiento de las sociedades de responsabilidad limitada a la normativa aplicable a las sociedades colectivas contenida en el Código de Comercio.

El régimen legal de las sociedades de responsabilidad limitada es esencialmente dispositivo, y deja un enorme margen a la autonomía de la voluntad. Puede decirse que estas sociedades se rigen básicamente por las disposiciones libremente acordadas por los socios en el pacto social. Su funcionamiento interno es mucho más sencillo que el de las sociedades anónimas, ya que no se requiere la celebración de asambleas de socios ni una administración colegiada. La administración corresponde de Derecho a todos los socios, aunque es normalmente delegada en uno de ellos. No existe una cifra de capital mínimo ni ningún tipo de obligación de información sobre estados financieros, y tampoco están estas sociedades sujetas a supervisión alguna (al margen, por supuesto, de la tributaria).

El principal inconveniente de las sociedades de responsabilidad limitada radica en la necesidad de contar con la unanimidad de los socios para modificar el pacto social, lo que incluye las transferencias de los derechos sociales (que deben por tanto ser aceptadas por todos los socios). Por este motivo, constituyen una forma social adecuada para inversiones controladas por un único socio, pero no resultan apropiadas para empresas con una pluralidad de partícipes distintos.

## 2.2. Sociedades Anónimas

La Ley distingue dos tipos de sociedades anónimas: abiertas y cerradas. Las primeras se definen como aquellas que tienen 500 o más accionistas, aquellas en las que al menos el 10 por 100 de su capital pertenece a un mínimo de 100 accionistas (excluidos los que directa o indirectamente excedan de dicho porcentaje) o aquellas que inscriban voluntariamente sus acciones en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (la «SVS», organismo homólogo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores española). Todas ellas tienen que estar inscritas en una bolsa de valores, es decir, se trata en definitiva de sociedades cotizadas.

Las sociedades anónimas abiertas están sujetas a la supervisión de la mencionada SVS, deben someter sus estados financieros anuales a auditoría externa, tienen unas estrictas obligaciones de información periódica al mercado (básicamente, presentación de estados financieros, individuales y consolidados, trimestrales y anuales, una memoria anual con información sobre la propiedad de la entidad, su administración y personal, sus actividades y negocios, sus filiales, la política de dividendos y la política de remuneración al directorio, presentación de hechos relevantes y otros antecedentes, como actas de Juntas, modificaciones estatutarias, y nombramientos y ceses de directores y gerentes), y están sujetas a severas normas de control de las transacciones con partes relacionadas.

Las sociedades anónimas cerradas son, por exclusión, aquellas que no son abiertas. No están sujetas a ningún tipo de supervisión, no están obligadas a designar auditores externos y no tienen tampoco ninguna obligación de información sobre sus estados financieros (no existe en Chile, a diferencia de España, la obligación de efectuar el depósito de las cuentas anuales en el Registro Mercantil).

Con carácter general, la ley no requiere que las sociedades anónimas tengan un capital mínimo (quedan a salvo determinadas sociedades especiales, como bancos, compañías de seguros y administradoras de fondos de pensiones, cuya regulación particular sí impone determinados mínimos).

El capital social se divide en acciones de igual valor. En la práctica totalidad de los casos, las acciones no tienen valor nominal, aunque la ley lo permite. Las acciones son siempre nominativas (no se permiten las acciones al portador) y tienen que estar representadas por títulos físicos. No existen anotaciones en cuenta. Cabe aquí hacer una matización, y es que existe una entidad denominada Depósito Central de Valores (en cierto modo análoga al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en España) la cual tiene por objeto recibir en depósito valores cotizados, con carácter absolutamente voluntario, para facilitar las operaciones de transferencia de los mismos. El Depósito Central de Valores mantiene un sistema de anotaciones en cuenta para representar los valores depositados, y registra las transferencias de dichos valores por medios electrónicos mediante cargos y abonos en las cuentas res-

pectivas de transmitentes y adquirentes. Ahora bien, estas «anotaciones en cuenta» sólo tienen valor dentro del sistema del Depósito Central de Valores y coexisten en cualquier caso con los títulos físicos representativos de los valores depositados.

Pueden existir diferentes series de acciones, debiendo tener las acciones integrantes de cada serie igual valor. En concreto, pueden existir series de acciones «preferidas», que otorguen privilegios respecto a las ordinarias. Estos privilegios serán normalmente económicos, pero pueden consistir también en una preeminencia en el control de la sociedad (por ejemplo, reservando a determinada serie de acciones la elección de la mayoría de los miembros del órgano de administración; en este último caso, y tratándose de sociedades cotizadas, la preferencia tendrá un plazo máximo de 5 años, prorrogable por acuerdo de la Junta). Como un tipo especial de acciones preferentes, pueden existir acciones sin voto o con derecho de voto limitado (que recuperarán el derecho pleno de voto cuando la sociedad no cumpla con la preferencia estipulada). Lo que no cabe son acciones de voto múltiple. No existe en la ley un límite al porcentaje que pueden representar las acciones sin voto respecto del total capital social.

A diferencia de España, no existe un porcentaje de desembolso inicial mínimo del capital, pero sí un plazo máximo para la íntegra suscripción y desembolso de las acciones, que es de tres años, transcurridos los cuales el capital queda reducido a la cantidad efectivamente pagada. En principio, las acciones deben pagarse en dinero efectivo, salvo que los estatutos permitan las aportaciones no dinerarias. Estas deben ser objeto de una valoración por peritos independientes y aprobadas por la junta general, salvo el acuerdo unánime de todas las acciones emitidas.

Toda modificación del capital social implica una reforma de los estatutos, que debe ser aprobada por la junta de accionistas. Como excepción, el capital social se revaloriza de pleno derecho (y por tanto sin necesidad de acuerdo expreso de la junta) al aprobar el balance de cada ejercicio, en un porcentaje equivalente a la variación del índice de precios al consumidor durante dicho ejercicio. En los aumentos de

capital con emisión de nuevas acciones los accionistas tienen derecho de suscripción preferente en proporción a su participación, por un plazo de 30 días. Este derecho es renunciable y transferible, pero no puede ser excluido por la junta en ningún caso. Esto es algo a tener en cuenta en aquellas inversiones que se quieran articular a través de la suscripción de un aumento de capital, ya que en tal caso se requerirá siempre la previa renuncia del derecho de suscripción preferente por los antiguos accionistas.

El máximo órgano de decisión en las sociedades anónimas es la Junta de Accionistas. Como en España, hay dos clases: las ordinarias, cuyo objetivo esencial es la aprobación de las cuentas y la aplicación del resultado, que deben reunirse dentro del cuatrimestre siguiente al cierre del ejercicio, y las extraordinarias, que pueden tratar de cualquier materia de interés social. Las juntas deben ser convocadas por el órgano de administración, quien vendrá obligado a efectuar dicha convocatoria cuando lo soliciten accionistas que representen el 10 por 100 del total de las acciones con derecho a voto. El quórum de constitución es más severo que en España: se requiere la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto en primera convocatoria. Los acuerdos se adoptan por mayoría absoluta de las acciones presentes o representadas, salvo determinados supuestos en que se exige una mayoría cualificada de dos tercios del total de acciones emitidas con derecho a voto<sup>1</sup>. Entre estos supuestos, además de los «típicos» de transformación, fusión, escisión o disolución, destacan la disminución del capital social (no así el aumento), la aprobación de aportaciones no dinerarias, la disminución del número de directores, la enajenación del 50 por 100 ó más del activo y el otorgamiento de garantías a terceros que excedan de dicho porcentaje (salvo a filiales, en cuyo caso basta la aprobación del directorio). Todos estos quórums y mayorías son los mínimos legales, y pueden por supuesto ser reforzados estatutariamente.

La Ley reconoce a los accionistas un «derecho de retiro» de la sociedad en caso de disidencia con determinados acuerdos adoptados en la junta (básicamente, la transformación o fusión de la sociedad, la enajenación del 50 por 100 o más del activo, el

<sup>1</sup> En las sociedades anónimas cerradas, además, las reformas estatutarias no sujetas a este quórum de dos tercios deben ser acordadas por la mayoría absoluta del total de acciones emitidas con derecho a voto.

otorgamiento de garantías a terceros que excedan de dicho porcentaje y la creación de preferencias para una serie de acciones, o la reducción de las existentes, caso este último en el que sólo tendrán derecho a retiro los accionistas de la serie afectada). En estos supuestos, el accionista tendrá derecho a separarse de la sociedad previo pago por ésta del valor de sus acciones, que será el valor libros en las cerradas y el valor de mercado en las abiertas (entendiendo por este último el precio medio ponderado de las transacciones bursátiles de la acción en los dos meses precedentes al día de la junta que motivó el derecho de retiro).

En cuanto al órgano de administración de la sociedad anónima, necesariamente tiene que ser un consejo de administración, que en Chile se denomina directorio. No caben, como en España, otras formas de administración. El directorio debe tener un mínimo de tres miembros en las sociedades anónimas cerradas y cinco en las abiertas, que deben necesariamente ser personas físicas. Es posible el nombramiento de directores suplentes, que sustituirán al titular en caso de ausencia o vacancia. Con carácter general, y salvo supuestos muy concretos en algunos sectores (por ejemplo, concesionarias de TV o aerolíneas), no es necesario que los directores sean chilenos o residentes en Chile. El régimen general de prohibiciones para ser director es muy similar al existente en España (menores, quebrados, personas condenadas a inhabilitación para ocupar cargos públicos, funcionarios públicos), aunque en algunos sectores hay un régimen de incompatibilidades más severo (por ejemplo, en las Administradoras de Fondos de Pensiones). El régimen de responsabilidad de los directores es también similar a los estándares españoles.

El directorio se escoge por la junta, por un plazo máximo de 3 años, y la renovación debe ser siempre total. En caso de vacancia de un director y de su suplente, si lo hubiere, el propio directorio puede elegir un reemplazante hasta la próxima junta ordinaria, que deberá reelegir al directorio en su totalidad. El quórum de constitución es la mayoría absoluta de los miembros del directorio, y el de adopción de acuerdos la mayoría absoluta de los directores

asistentes. En caso de empate, el Presidente tiene voto dirimente, salvo que los estatutos dispongan otra cosa. Se permite la participación en sesiones de directorio sin presencia física, a través de conferencia telefónica o videoconferencia.

Existe la posibilidad de que el directorio delegue parte de sus facultades, nunca todas, en un director o en una comisión de directores, lo que en España sería el Consejero Delegado o la Comisión Ejecutiva. Aunque es una práctica relativamente corriente sobre todo en grandes compañías, no está tan institucionalizada como en España, probablemente porque en Chile los directorios tienden a ser más reducidos y por lo tanto más operativos, y en términos reales son siempre el verdadero órgano de administración de la sociedad.

Las sociedades cotizadas con una capitalización bursátil igual o superior a millón y medio de Unidades de Fomento<sup>2</sup> (aproximadamente 40 millones de dólares) tienen la obligación de contar con un comité de auditoría en el seno de su directorio, cuyas funciones básicas son las de examinar los estados financieros y auditorías y pronunciarse sobre los mismos antes de su aprobación por la Junta, examinar las operaciones con partes relacionadas y los sistemas de remuneración y planes de compensación a los ejecutivos principales. Dicho comité debe estar compuesto por tres directores, dos de los cuales deben ser independientes del controlador.

El principal ejecutivo de una sociedad anónima es el Gerente General. Ostenta la representación judicial de la sociedad, sus facultades son fijadas por el directorio, ante quien responde y que le puede sustituir a su arbitrio, y tiene el mismo régimen de responsabilidad que los directores. Su cargo es incompatible con el de presidente del directorio en cualquier sociedad, y en las abiertas también con el de director.

Las sociedades anónimas abiertas están obligadas a repartir anualmente un dividendo mínimo del 30 por 100 de los beneficios netos del ejercicio, salvo acuerdo unánime de las acciones emitidas. En las cerradas, se estará a lo que a estos efectos establezcan los estatutos.

<sup>2</sup> La Unidad de Fomento (UF) es una unidad monetaria con un valor en pesos chilenos que se reajusta diariamente en función de la variación experimentada por el índice de precios al consumo durante el mes anterior al de su cálculo. El valor diario de la UF es fijado por el Banco Central de Chile con carácter mensual.

En toda sociedad anónima, los estatutos deben contemplar un sistema de arbitraje para la resolución de controversias entre los accionistas, o entre éstos y la sociedad o sus administradores, arbitraje que será de equidad salvo que los estatutos establezcan otra cosa. No obstante, el demandante puede someter la controversia al conocimiento de los tribunales de justicia.

### 3. ASPECTOS CONTRACTUALES

La articulación contractual de una inversión extranjera en una sociedad chilena se ajusta en gran medida a los estándares internacionales, y no presenta diferencias sustanciales con la práctica habitualmente seguida en España. Nos limitaremos, por tanto, a efectuar una breve referencia a sus principales elementos, centrándonos básicamente en sus particularidades más significativas.

En primer lugar, es relativamente usual, en especial en transacciones de cierta envergadura, la celebración de acuerdos de intenciones, en los que las partes regulan la fase negociadora del contrato principal y anticipan sus líneas centrales. El alcance y eficacia de estos acuerdos es similar al que tienen en España: carecen de una verdadera naturaleza vinculante (en el sentido de que no obligan a la celebración del contrato principal), pero generan unos deberes recíprocos de diligencia y buena fe, cuya infracción puede dar lugar a una responsabilidad de tipo precontractual. Suelen ir acompañados de pactos de confidencialidad y negociación exclusiva.

Los acuerdos de intenciones cobran especial relevancia cuando la operación proyectada consiste en la toma de control de una sociedad cotizada (veremos más adelante que es posible realizar estas tomas de control sin necesidad de formular una OPA). En ese caso, la celebración de tales acuerdos conlleva para el potencial adquirente la obligación de informar previamente al mercado de su intención, comunicándola a la SVS y a las bolsas y publicando un anuncio destacado en dos diarios de circulación nacional. Dicho anuncio debe incluir información sobre la identidad del adquirente, la forma de tomar el control, el monto y condiciones de la operación y los objetivos de la misma. En la medida (que será lo normal) de que esta información no esté disponible en su totalidad en el momento de celebrar el acuer-

do de intenciones, deberá publicarse un segundo anuncio con la información que falte al menos diez días antes de la fecha prevista para el perfeccionamiento de la operación.

Es también una práctica común y ampliamente aceptada la realización por parte del potencial adquirente de una auditoría legal y financiera o *due diligence* sobre la sociedad que pretende adquirir. No hay mucho que destacar sobre el proceso de *due diligence*, que sigue en esencia los estándares internacionales. Conviene, no obstante, advertir que en las sociedades anónimas, especialmente en las abiertas, pero también en las cerradas con accionistas minoritarios «activos», es corriente que se requiera un acuerdo de directorio para acceder a la información objeto de la *due diligence* (la cuestión no se plantea en las sociedades de responsabilidad limitada, dado su carácter básicamente personalista). Este requerimiento se basa en el principio de que la información es propiedad de la sociedad, y no de los accionistas individualmente considerados, y por tanto debe ser ésta la que autorice su entrega a terceros. Sobra decir que ello puede dificultar en gran medida, cuando no imposibilitar, la realización de la *due diligence*, en la medida en que el directorio considere que la operación proyectada no beneficia los intereses sociales y deniegue en consecuencia su autorización. En el pasado, la SVS llegó incluso a exigir a una sociedad cotizada que la información de la *due diligence* fuera puesta a disposición del público en general, para evitar lo que se dio en llamar «asimetría informativa» (esto es, que determinadas personas ajenas a la sociedad dispongan de más información de la misma que la que tiene el mercado). Afortunadamente, este tipo de medidas han sido aisladas y la SVS parece haberlas abandonado, pero reflejan de forma clara el grado de sensibilización a que se ha llegado en Chile en lo relativo a la salvaguardia de los intereses de los accionistas minoritarios.

El contrato de compraventa, por su parte, se ajusta al modelo anglosajón, aunque en casi todos los casos adopta la forma de contrato de promesa. En rigor, la promesa sólo obliga a los contratantes a otorgar el contrato prometido, y la compraventa por tanto no se perfecciona hasta que se suscribe dicho contrato. Esta distinción, sin embargo, es extremadamente teórica, ya que en la práctica ambos con-



tratos se confunden, hasta el punto de que el contrato «definitivo» se limita a un simple traspaso de acciones. De hecho, el propio Código Civil requiere para la eficacia de una promesa que «en ella se especifique de tal modo el contrato prometido que sólo falten para que sea perfecto la tradición de la cosa o las solemnidades que las leyes prescriban». De este modo, dado que el contrato de promesa debe contener ya el acuerdo de las partes sobre el objeto, precio y demás condiciones de la operación, y teniendo en cuenta el carácter consensual de la compraventa, puede sostenerse que el contrato de promesa equivale al contrato de compraventa prometido.

El contrato incluye normalmente un listado detallado de declaraciones y garantías, siguiendo en este aspecto muy de cerca la práctica anglosajona. Son asimismo muy comunes las condiciones suspensivas, por lo que la estructura habitual es la de firma y cierre o *closing* posterior. Como forma de garantía del cumplimiento de las declaraciones efectuadas suele contemplarse la retención de una parte del precio o el otorgamiento de fianzas o avales por la sociedad matriz del vendedor; el *escrow*, sin embargo es bastante inusual, y cuando existe se constituye siempre en un banco extranjero. Estos contratos no están sujetos a requisitos de forma especiales, y de hecho se otorgan por regla general en instrumentos privados, sin intervención de fedatario público.

Por último, son muy habituales los acuerdos de accionistas entre el adquirente y los socios que se mantienen en el capital de la sociedad adquirida. No vale la pena detenerse en su estructura y contenido (esencialmente, reglas sobre administración de la empresa, materias sujetas a veto de los minoritarios, limitaciones a las transferencias de acciones y resolución de controversias y bloqueos), que son los típicos de la práctica internacional. Llamaremos únicamente la atención sobre dos particularidades de este tipo de acuerdos bajo el Derecho chileno: su oponibilidad a terceros y la obligación de comunicarlos al mercado en determinados supuestos.

En cuanto a la primera de las particularidades mencionadas, todo pacto sobre cesión de acciones debe ser depositado en la sociedad, a disposición de los restantes accionistas y de terceros interesados, y hacerse referencia al mismo en el registro de accionistas. El cumplimiento de estos requisitos hace al pacto oponible a la sociedad y a cualquier tercero, de modo

que no serán válidas, y la sociedad no podrá reconocer, las transferencias de acciones que se efectúen en infracción de dicho pacto. Debe entenderse que esta oponibilidad a terceros es predicable exclusivamente de las limitaciones a la libre transferencia de las acciones, pero no se extiende al resto de las disposiciones de un acuerdo de accionistas (las cuales desplegarán su eficacia sólo respecto de las partes del acuerdo).

Por otra parte, existe la obligación de comunicar a la SVS y a las bolsas de valores la celebración de cualquier acuerdo de accionistas de una sociedad cotizada que permita a las partes del mismo obtener, de forma conjunta, el control de la sociedad. Dicha comunicación debe incluir información sobre la identidad de las partes, su participación en la sociedad y las principales características del acuerdo.

#### 4. ASPECTOS CAMBIARIOS

Las inversiones extranjeras en Chile han estado tradicionalmente sometidas a un estricto régimen de control de cambios. Sin embargo, en los últimos tiempos la normativa cambiaria se ha ido flexibilizando de modo progresivo hasta alcanzar, desde abril del año 2001, una casi total liberalización. En puridad, las inversiones y aportaciones de capital exterior no están hoy en día sujetas a ninguna restricción de tipo cambiario, sino sólo al cumplimiento de ciertas obligaciones formales de finalidad básicamente estadística: deben realizarse a través del denominado mercado cambiario formal (constituido por los bancos y casas de cambio autorizadas) y ser informadas al Banco Central de Chile.

Existen dos regímenes de inversión extranjera alternativos, al amparo de cualquiera de los cuales pueden ingresarse capitales foráneos al país: el Estatuto de la Inversión Extranjera, contenido en el Decreto Ley 600 de 1974 (el «DL 600»), y el Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central (el «Capítulo XIV»).

Las inversiones acogidas al DL 600 deben ser autorizadas por el Comité de Inversiones Extranjeras, en virtud de una solicitud presentada por el inversor que incluye la información básica sobre el proyecto y el monto de la inversión. La solicitud debe ir acompañada por una copia de los estatutos sociales de la empresa inversionista y de su inscrip-

ción en el registro mercantil de origen, su última memoria o balance anual y un poder de representación otorgado a una persona residente en Chile.

Una vez aprobada la solicitud, el inversionista suscribe con el Estado de Chile un contrato de inversión extranjera, que regula sus derechos y obligaciones, la forma y plazo en la que se realizará la inversión y el objeto de la misma, e incluye asimismo disposiciones sobre la repatriación del capital y los beneficios y determinadas garantías a favor del inversionista (esencialmente, de no discriminación). Por tratarse de un contrato vinculante para el Estado, éste no puede modificarlo unilateralmente, ni siquiera mediante la promulgación de normas legales con posterioridad a su otorgamiento.

A través del DL 600 pueden ingresarse tanto divisas como bienes físicos (maquinaria o equipos), tecnología y créditos. El monto mínimo de capital que puede acogerse a este régimen es de 1 millón de dólares USA o su equivalente en otras monedas. El capital no puede ser repatriado hasta que haya transcurrido al menos un año desde la fecha de la inversión, pero los beneficios de ésta pueden remitirse en cualquier momento, sin sujeción a plazos.

El inversionista puede optar, en el momento de suscribir el contrato de inversión extranjera, por acogerse a un régimen de invariabilidad tributaria, en virtud del cual las rentas que obtenga de su inversión estarán afectas a un tipo impositivo invariable del 42 por 100 durante un plazo de diez años, con independencia de las modificaciones que pueda sufrir la legislación tributaria. El inversionista puede renunciar a este régimen en cualquier momento, quedando entonces sujeto al régimen tributario común. En la práctica, muy pocos inversionistas optan por la invariabilidad tributaria, ya que su tasa es muy superior a la aplicable en el régimen común (35 por 100).

Las inversiones extranjeras en Chile pueden también efectuarse al amparo del Capítulo XIV antes mencionado. En este caso, no se celebra un contrato con el Estado de Chile, sino que simplemente se registra la inversión en el Banco Central. La tramitación es mucho más simple que la del DL 600 (aun siendo también ésta relativamente sencilla): basta con presentar, en el momento de ingreso del capital, un formulario tipo ante el banco comercial que realice

la operación, el cual lo remite al Banco Central para su registro. Sólo pueden acogerse al Capítulo XIV inversiones en divisas, por un monto mínimo de 10.000 dólares USA. No existe en este caso la restricción de un año de permanencia del capital que afecta a las inversiones amparadas por el DL 600, por lo que tanto el capital como los beneficios de la inversión pueden repatriarse en cualquier momento. Las inversiones acogidas al Capítulo XIV están sujetas a tributación normal, sin que quepa optar por un régimen de invariabilidad tributaria como en el DL 600.

En relación con el DL 600, el Capítulo XIV presenta el inconveniente de proporcionar un grado inferior de protección y seguridad jurídica para el inversionista extranjero, ya que éste queda expuesto a eventuales modificaciones de la normativa cambiaria (que no pueden afectar, sin embargo, a los contratos de inversión extranjera suscritos al amparo del DL 600). Por otra parte, el Capítulo XIV, a diferencia del DL 600, no ofrece una garantía de acceso al mercado cambiario formal para la adquisición de divisas cuando se pretenda repatriar la inversión o sus frutos. En la actualidad, este inconveniente resulta irrelevante, ya que es posible adquirir divisas libremente en el denominado «mercado cambiario informal» (constituido esencialmente por las casas de cambio no incluidas en el mercado cambiario formal). No obstante, en una eventual situación de crisis podría producirse una carencia de divisas en este último mercado, o incluso podría prohibirse el acceso al mismo, lo que privaría al inversionista acogido al Capítulo XIV de la posibilidad de retornar su inversión.

## 5. ASPECTOS DE MERCADO DE VALORES

En principio, la normativa de mercado de valores chilena no tendrá ninguna incidencia respecto de inversiones en sociedades anónimas cerradas o sociedades de responsabilidad limitada. Será, sin embargo, un importante aspecto a tener en cuenta cuando el objeto de la inversión proyectada sea una sociedad anónima cotizada en bolsa. En particular, cobrará en ese caso especial trascendencia la normativa de OPAs, en vigor desde el 20 de diciembre de 2000 (hasta esa fecha, no existía regulación alguna sobre OPAs en Chile).

La Ley de Mercado de Valores establece tres supuestos de OPA obligatoria. El primero de ellos son las adquisiciones que permitan a una persona

tomar el control de la sociedad<sup>3</sup>. El segundo, las adquisiciones que llevan a alcanzar o a superar los dos tercios del capital con derecho a voto; en este caso, el adquirente deberá lanzar una OPA sobre todas las acciones restantes dentro del plazo de 30 días, a un precio que no puede ser inferior al que resulte de aplicar las normas del derecho de retiro (en definitiva, y según veíamos, precio de mercado), y de no hacerlo surgirá para los demás accionistas el derecho de separarse de la sociedad. El tercer supuesto de OPA obligatoria es el de toma indirecta de control: cuando se pretenda adquirir el control de una sociedad que es a su vez controladora de otra cotizada, siempre que ésta última represente al menos el 75 por 100 del valor del activo consolidado de la primera, deberá lanzarse previamente una OPA sobre la segunda sociedad (la cotizada), por una cantidad de acciones suficiente para adquirir el control de ésta.

Existen una serie de supuestos excluidos de la obligación de formular una OPA. La justificación de algunos de ellos no plantea especiales problemas: se trata, en concreto, de las adquisiciones provenientes de un aumento de capital o de una fusión, las adquisiciones por causa de muerte y las que sean resultado de una enajenación forzada. El último de los supuestos excluidos, sin embargo, llama poderosamente la atención: no es necesario efectuar una OPA cuando el controlador de la sociedad vende su paquete de control a un precio no sustancialmente superior al de mercado (entendiendo por tal el precio medio ponderado de las transacciones bursátiles registradas entre el nonagésimo y el trigésimo días hábiles anteriores a la fecha de la adquisición). A estos efectos, la SVS ha establecido que constituye un «precio sustancialmente superior al de mercado» aquél que sea al menos un 10 por 100 superior a éste. En definitiva, sólo es obligatoria la OPA en este caso si el control se adquiere pagando una prima del 10 por 100 o más sobre el valor de mercado. Pero a su vez la ley reconoce aquí una excepción, de carácter transitorio: se puede vender el paquete de control a cualquier precio (aun con una prima superior al 10 por 100), sin que ello obligue al adquirente a lanzar una OPA,

siempre que así lo haya autorizado, dentro del primer semestre del año 2001, la junta de accionistas de la sociedad cuyo control se transfiere, y la operación se efectúe no más tarde del 31 de diciembre de 2003. Esta exclusión, que viene a vaciar en gran medida de contenido la obligatoriedad de formular OPAs, se enmarca en un contexto de fuertes posiciones de control en casi todas las sociedades cotizadas chilenas, y responde a la intensa presión política ejercida durante la tramitación de la ley por determinados grupos económicos, contrarios al establecimiento de un régimen de oferta pública obligatoria.

Debe tenerse en cuenta que las tomas de control excluidas de la obligación de formular OPA están, no obstante, sujetas a una obligación de información previa al mercado. En efecto, la Ley de Mercado de Valores requiere que toda persona que pretenda, directa o indirectamente, tomar el control de una sociedad anónima cotizada sin formular una OPA comunique su intención a la SVS y a las bolsas y publique un anuncio destacado al respecto en dos diarios de circulación nacional, como mínimo diez días antes de la fecha prevista para perfeccionar la operación y en todo caso tan pronto como se hayan iniciado las negociaciones al efecto (así, por ejemplo, surgirá esta obligación de información cuando se celebren acuerdos de intenciones preparatorios de la transacción, según veíamos en el epígrafe 3).

El objeto de la OPA pueden ser acciones, valores convertibles en acciones o ambos, pero la oferta por unos no obliga a lanzar una oferta por los otros. Si la oferta es sobre acciones, puede dirigirse o bien a todos los accionistas de la sociedad o bien sólo a los titulares de acciones de una serie o series determinadas, salvo que la serie en cuestión tenga preferencias que otorguen preeminencia en el control de la sociedad, en cuyo caso la OPA debe extenderse por igual porcentaje a las demás series de acciones. El oferente no puede comprar acciones de la sociedad objeto de la OPA a un precio superior al de ésta durante los 90 días anteriores y los 120 posteriores a la misma. Si lo hace, los aceptantes de la OPA tendrán derecho a exigir la diferencia de precio.

<sup>3</sup> A estos efectos, se considera controlador a toda persona que, directa o indirectamente o mediante un acuerdo de actuación conjunta con otros, controle al menos el 25 por 100 del capital con derecho a voto de la sociedad, siempre que: a) no exista otra persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que controle un porcentaje igual o mayor; y, b) en caso de que el porcentaje controlado sea inferior al 40 por 100, dicho porcentaje controlado sea superior a la suma de las participaciones de los demás socios que individualmente tengan más del 5 por 100 del capital.



La contraprestación de la OPA puede consistir en dinero o en «valores de oferta pública», entendiéndose por tales aquéllos que se encuentran inscritos en el Registro de Valores de la SVS (requisito previo para el ofrecimiento público de los mismos). Cabe, en este sentido, mencionar la posibilidad de que los valores de un emisor extranjero sean inscritos en el Registro de Valores y admitidos a cotización en la denominada «Bolsa Off-shore» (que no es otra cosa que un segmento especial de la Bolsa de Santiago destinado en exclusiva a la negociación de valores foráneos), deviniendo así susceptibles de canje por acciones de una sociedad chilena en una OPA. La inscripción en el mencionado Registro requiere de la aportación de una información exhaustiva sobre el emisor y sus valores, cuyo detalle concreto excede del objeto de este artículo. Interesa destacar que pueden registrarse tanto acciones u otros valores extranjeros como «Certificados de Depósito de Valores». Estos son títulos nominativos representativos de un determinado número de valores extranjeros, que son emitidos en Chile por una entidad depositaria contra los valores subyacentes que dicha entidad mantiene en depósito (en definitiva, un instrumento análogo a los ADRs norteamericanos). La inscripción en el Registro de Valores Extranjeros implica para su emisor el sometimiento a la supervisión de la SVS y a obligaciones de información continua sustancialmente similares a las que rigen para las empresas chilenas cotizadas.

La OPA debe anunciarse mediante la publicación por el oferente de un «aviso de inicio» en dos diarios de circulación nacional el día previo al del comienzo del período de aceptación. El oferente debe asimismo poner a disposición del público un prospecto que contenga todos los términos y condiciones de la oferta. Las OPAs están sujetas a la supervisión de la SVS, pero su lanzamiento no se subordina a la autorización previa de dicho organismo. No obstante, la SVS está facultada para formular observaciones y exigir al oferente información adicional a la presentada, así como para suspender el inicio o continuación de la oferta hasta por quince días en caso de que considere que la información proporcionada es deficiente; esta suspensión puede prorrogarse hasta por otros quince

días adicionales, vencidos los cuales si subsisten las deficiencias la SVS puede dejar definitivamente sin efecto la OPA. El plazo de la oferta debe ser como mínimo de veinte y como máximo de treinta días (necesariamente de treinta si la sociedad objeto tiene ADRs), prorrogable por una sola vez en un mínimo de cinco y un máximo de quince días. La oferta es irrevocable, aunque puede sujetarse a condiciones objetivas (típicamente, la adquisición de un número mínimo de acciones), y no pueden modificarse sus términos salvo para mejorar el precio o aumentar el número de acciones que se ofrece comprar. La oferta acaba con la publicación, en los mismos diarios donde se publicó el aviso de inicio, del denominado aviso de aceptación, en el cual básicamente se informa del resultado de la OPA. La fecha de publicación de este aviso es a todos los efectos la fecha de formalización de la compraventa.

## 6. ASPECTOS FISCALES

Analizaremos a continuación el régimen tributario básico aplicable a una inversión extranjera en una sociedad chilena, concretamente en lo relativo a la distribución de dividendos y a las eventuales plusvalías o ganancias de capital resultantes de la enajenación de las acciones o derechos sociales.

### 6.1. Tributación de los dividendos

Las rentas obtenidas por las sociedades chilenas, ya sean anónimas o de responsabilidad limitada, están sujetas al denominado Impuesto de Primera Categoría (equivalente al Impuesto de Sociedades español), cuyo tipo es actualmente del 16 por 100<sup>4</sup>. A su vez, los dividendos que una sociedad chilena pague a sus socios extranjeros están sujetos a una retención en la fuente en concepto de «Impuesto Adicional» (tributo que grava las rentas de fuente chilena obtenidas por residentes en el extranjero). El Impuesto Adicional tiene un tipo fijo del 35 por 100, pero en su cobro se reconoce un crédito fiscal por el Impuesto de Primera Categoría pagado por la sociedad que genera el dividendo. El tipo efectivo de retención, por tanto, será de aproximadamente el 22,62 por 100 en 2002 (esto es, un 35 por 100 de Impuesto Adicional sobre los beneficios brutos de la sociedad con la deducción

<sup>4</sup> El tipo del Impuesto de Primera Categoría aumentará a 16,5 por 100 en el año 2003 y a 17 por 100 en el año 2004 y sucesivos.

del 16 por 100 de Impuesto de Primera Categoría ya pagado por la sociedad).

Existe una diferencia en el tratamiento tributario de los dividendos según estos provengan de una sociedad de responsabilidad limitada o de una sociedad anónima. En efecto, los dividendos pagados por una sociedad de responsabilidad limitada sólo están gravados hasta el límite del denominado Fondo de Utilidades Tributables (FUT) de la sociedad. Los dividendos que se paguen en exceso de dicho FUT no se gravan en el momento de su pago, pero quedarán sujetos a tributación en los ejercicios posteriores en que la sociedad obtenga utilidades tributables (sin límite temporal). Los dividendos provenientes de una sociedad anónima, sin embargo, están sujetos a tributación en su integridad en el momento de su pago. Por esta razón, la retención practicada sobre los dividendos de una sociedad anónima tiene carácter definitivo, mientras que respecto de las sociedades de responsabilidad limitada dicha retención es provisional: si acabado el ejercicio social correspondiente la sociedad limitada no registra utilidades tributables, el Servicio de Impuestos Internos (Hacienda chilena) devolverá el impuesto retenido.

Es importante mencionar que el pago de dividendos a sociedades chilenas está exento de tributación, por lo que si el inversionista extranjero pretende reinvertir los dividendos de su inversión en nuevos proyectos en Chile, conviene que efectúe dicha inversión a través de un vehículo societario chileno, evitando así la retención tributaria a que nos venimos refiriendo. De hecho, la mayoría de las inversiones extranjeras en Chile, especialmente de cierta magnitud, se realizan a través de sociedades *holding* constituidas en el país, por la razón señalada.

## 6.2. Tributación de las plusvalías

El régimen tributario aplicable a la eventual plusvalía obtenida por la venta de la inversión en una

sociedad chilena difiere en función de si ésta es una sociedad anónima cerrada, una sociedad anónima abierta o una sociedad de responsabilidad limitada.

En el caso de las sociedades anónimas cerradas, hay que distinguir dos supuestos: si la venta se considera «habitual»<sup>5</sup>, se realiza antes de que haya transcurrido un año desde la adquisición, o se efectúa a una persona relacionada, el mayor valor obtenido en la operación, tratándose de un vendedor extranjero, está afecto a una retención del 35 por 100 en concepto de Impuesto Adicional (en rigor, la plusvalía tributa por una parte con un 16 por 100 de Impuesto de Primera Categoría y por otra con un 35 por 100 de Impuesto Adicional, si bien para el pago de este último se reconoce un crédito fiscal equivalente al Impuesto de Primera Categoría, que incrementa la base imponible de la retención). Si no se da ninguna de las circunstancias señaladas (habitualidad, venta en menos de un año o venta a persona relacionada) la plusvalía sólo está sujeta a un tributo del 16 por 100 en carácter de impuesto único. A estos efectos, se considera como plusvalía el mayor valor existente entre el precio de enajenación de las acciones y el coste de adquisición de las mismas, reajustado este último según la variación del índice de precios al consumidor entre el último día del mes anterior al de la compra y el último día del mes anterior al de la venta.

Las ganancias derivadas de la venta de acciones de sociedades anónimas abiertas, por su parte, han quedado exentas de toda tributación en virtud de una reciente ley de reforma tributaria que entró en vigor, a este respecto, en noviembre de 2001. Dicha exención está condicionada a que las acciones: a) cuenten, al momento de su venta, con «presencia bursátil»<sup>6</sup>; b) hayan sido adquiridas en Bolsa, en una OPA, mediante el canje de bonos convertibles en acciones o mediante una suscripción de una emisión; y, c) sean vendidas en Bolsa o en una OPA<sup>7</sup>. Cuando las acciones hubieran sido adquiridas antes

<sup>5</sup> A estos efectos, el Servicio de Impuestos Internos considera como «habitual» toda venta realizada por una sociedad en cuyo objeto se contemple la venta de acciones, aun cuando no sea éste el giro principal.

<sup>6</sup> Se entiende que una acción tiene «presencia bursátil» cuando en al menos 45 de los últimos 180 días hábiles bursátiles ha registrado un volumen de negociación mínimo de 200 UF.

<sup>7</sup> Vale la pena mencionar que esta exención tributaria no se aplica a la ganancia obtenida en la venta de acciones que permitan al adquirente tomar el control de la sociedad si dicha venta se ha efectuado en Bolsa con una prima superior al 10 por 100 sobre el valor de mercado. De este modo, el legislador viene a penalizar la posibilidad, contemplada en la Ley de Mercado de Valores, de enajenar el paquete de control a cualquier precio sin que ello obligue al adquirente a formular una OPA (posibilidad a la que nos referíamos en el epígrafe 5).

de su colocación en Bolsa, sólo queda exenta la plusvalía obtenida sobre el valor que resulte superior entre el de dicha de colocación en bolsa o el valor libros de la acción el día anterior al de su colocación bursátil. En este caso, la diferencia entre el valor referido y el precio de adquisición debidamente reajustado queda sujeta a la tributación descrita en relación con las sociedades anónimas cerradas.

La exención que venimos analizando sólo se aplica respecto de las acciones adquiridas con posterioridad al día 19 de abril de 2001. No obstante, la ley permite, respecto de las acciones con presencia bursátil adquiridas con anterioridad a dicha fecha, optar por el pago de un impuesto único del 16 por 100 sobre el mayor valor existente, en su caso, entre el precio de adquisición de las acciones debidamente reajustado y el precio medio ponderado de las transacciones bursátiles de los 60 días anteriores a la fecha mencionada, quedando la eventual ganancia que efectivamente se produzca en futuras enajenaciones exenta de tributación.

Por lo que respecta a las sociedades de responsabilidad limitada, la plusvalía obtenida por un inversionista extranjero en la venta de derechos sociales está sujeta siempre a tributación por Impuesto de Primera Categoría y por Impuesto Adicional, según veíamos al referirnos a la venta de las acciones de una sociedad anónima cerrada. Ahora bien, siempre que la venta se efectúe a persona no relacionada, existe una diferencia sustancial en lo relativo al cálculo de esa plusvalía, ya que sólo se considera como tal la ganancia obtenida respecto del valor patrimonial de los derechos sociales según los libros de la sociedad. En consecuencia, si los derechos sociales se venden a valor libros a una persona no relacionada patrimonialmente, aun cuando este valor sea superior al de adquisición, no se genera una utilidad tributaria. En caso de que la venta se realice a persona relacionada, sin embargo, tributará el mayor valor existente entre el precio de venta y el coste de adquisición debidamente reajustado, al igual que la venta de acciones de una sociedad anónima cerrada.