

Capital de riesgo: el caso de las sociedades de responsabilidad limitada por acciones

Maria Fernanda Juppet Ewing

Profesora Auxiliar de Derecho Económico

UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

Jefe de Carrera de Derecho (jornada vespertina)

UNIVERSIDAD SANTO TOMÁS - SEDE VIÑA DEL MAR

Conceptos preliminares

Ha sido la intención reiterada de los gobiernos de la Concertación el modernizar paulatinamente el mercado de capitales de nuestro país, lo cual ha conllevado una serie de reformas, tales como: "MK - I", "Ley que crea las empresas individuales de responsabilidad limitada", "bolsa emergente", "MK - II", y finalmente el boletín que nos ocupa.

Pero para poder circunscribir el concepto de capital de riesgo es necesario comprender qué es lo que dicha idea implica, en este caso no se refiere a formas de financiamiento tradicionales que importan deuda para la empresa naciente, sino que a un complejo conjunto de medidas destinadas a financiar una nueva compañía a mediano o largo plazo, mientras una nueva empresa es capaz de poner en marcha su plan de desarrollo. Dichos recursos pueden proceder de dos fuentes principales: primero, del público inversionista, segundo, del Estado, quien puede aportarlo directamente a través de préstamos o subsidios, o de manera indirecta mediante exenciones tributarias.

Dado el avance tecnológico mundial, el crecimiento económico de los países desarrollados se basa especialmente en este tipo de industria, convirtiéndose en una prioridad gubernamental en todo el mundo. No deja de extrañarnos, en razón de la importancia que se le ha dado al capital de riesgo en materia de políticas públicas, el escaso desarrollo obtenido en economías como la nuestra. La razón no existe sólo a nivel estructural, dada la pequeña profundidad de nuestra bolsa local, sino que es un problema global, ya que por regla general

los proyectos que dan origen al capital de riesgo son proyectos con un gran componente de innovación, la cual puede ser tecnológica, o simplemente de racionalización de procesos o mejoramiento de un producto. Es así como el inversionista sólo puede entregar al mercado parte de la información que posee, a fin de promocionar la compañía haciéndola atractiva a potenciales inversionistas, por una parte, pero sin entregar información suficiente para privar al producto o servicio prestado por la naciente compañía el carácter de "innovador". Para George Triantis, profesor de la Escuela de Derecho de Chicago, el principal obstáculo que tiene el empresario de capital de riesgo radica en que existe información que sólo él puede observar a cabalidad, provocando una asimetría de la información respecto del inversionista, ya que no se le podrá comunicar en forma creíble la totalidad de las características del proyecto (normalmente se le podrán indicar aspectos técnicos básicos y el resultado final, pero gran parte del proceso será debidamente marginado de la información entregada al público, a fin de no arriesgar el carácter innovativo del proyecto). Un segundo problema observado por el profesor Triantis está dado porque las partes no pueden predecir el comportamiento del mercado tras el financiamiento por medio de un contrato, ya que no puede ser previsto ni siquiera por terceros imparciales.¹

De acuerdo al ejecutivo, el camino a seguir en esta área es en principio logrando el financiamiento de este tipo de proyectos a través del mercado de capitales.² En todo caso, al contrario de la experiencia comparada, los fondos de inversión que deciden gestionar financiamiento para el capital de riesgo reciben como pago el mismo porcentaje que cuando invierten en empresas de giro tradicional, al contrario de la experiencia comparada, en la cual se permite incorporar en los estatutos del fondo de inversión una cuota formada principalmente a través de dos factores, primero por una cuota fija, a fin de salvar en parte el riesgo del fondo de inversión (*management fee*), y, por un segundo componente de carácter aleatorio dependiendo directamente de la rentabilidad obtenida por la inversión de capital de riesgo desarrollada por el fondo (*carry*), de tal manera,

¹ "First, some information is observable by only one party (the entrepreneur) who cannot credibly communicate it to others (information asymmetry). Second, the parties cannot control post-financing behaviour by contract either the behaviour itself or future states of the world cannot be verified by third party arbiters (agency problems). These two problems motivate the design of financial contracts". Triantis, George; "Financial Contract Design in the world of venture capital", Forthcoming University of Chicago Law Review, v68, Winter 2001, p. 307, <http://www.law.uchicago.edu/Publications/Working/index.html>.

² "En primer lugar, el funcionamiento adecuado del mercado de capitales debiera extenderse a los proyectos de inversión emergentes o sin historia, pero con amplio potencial de crecimiento. Generalmente y dadas sus características propias, estos proyectos buscan financiarse con los recursos aportados por inversionistas especialistas en la denominada industria de "capital de riesgo". Son estos proyectos de capital de riesgo la base de la voluntad de emprendimiento privado y un motor para el futuro crecimiento y desarrollo de la economía nacional, al generar novedosas fuentes de negocios, diversificando nuestra industria y servicios". Proyecto de Ley enviado mediante mensaje del Ejecutivo N° 39-349, de fecha 30 de junio del año 2003, página 2.

los fondos de inversión tienen un mayor incentivo legal para invertir en capital de riesgo. Si bien es cierto que la autonomía privada de la voluntad puede subsanar esta omisión legislativa, su incorporación al ordenamiento jurídico podría incentivar a privados para invertir en este tipo de proyectos.³

Asimismo, el gobierno ha optado por un apoyo directo a las empresas de capital de riesgo, mediante préstamos gestionados por CORFO, y finalmente a través de la promoción de algunas modificaciones tributarias a través del boletín N° 3278-05. Mediante las cuales, en palabras del Ministro de Hacienda Andrés Velasco: “se propone otorgar un beneficio tributario a las ganancias de capital producidas por inversiones en capital de riesgo. Estas medidas beneficiarían tanto a inversionistas de fondos de inversión (públicos y privados), como a los emprendedores e inversionistas que invirtieron en una fase temprana del desarrollo de la empresa. Sobre el particular, se cambia el diseño presentado anteriormente, el nuevo diseño sería más eficiente en incentivar el emprendimiento al proveer un incentivo tributario mucho mayor, sin tope y que reduce las posibilidades de elusión tributaria, siendo, además, más operativo”.⁴

Dentro de esta idea, han surgido diversas formas de incentivo para la creación de este tipo de inversión, es así como podemos distinguir dos grupos distintos de medidas:

A. Creación de fondos especiales de inversión.

La tendencia internacional en este sentido es buscar el incentivo de la creación de empresas destinadas al giro del capital de riesgo por medio de subvenciones estatales, lo cual ha sido particularmente exitoso en casos tales como Estados Unidos, Reino Unido e Israel, de acuerdo a lo informado por Juan Ignacio Jiménez a propósito de informe de la CEPAL “Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados”.

En este sentido, en nuestro país existen fondos especiales aportados por la CORFO a fondos de inversiones regidos por la Ley N° 18.815, a fin de que sean adjudicados a empresas que cumplan las características de capital de riesgo. Inicialmente las empresas postulantes debían tener un patrimonio menor a 500.000 UF, pero esto fue modificado a un patrimonio máximo de 100.000 UF, a fin de promover el apoyo a empresas de menor envergadura.

³ “VC’s compensation consists of three main components: non risky portion which does not depend on the fund’s performance (management fee), a risky portion, which is computed as a percentage of the fund’s profit (carry), and distribution rules that determine when carry is paid and, if appropriate, repaid”. Litvak, Kate, University of Texas School of Law: Law and Economics Research Paper N° 29, June 2004, <http://www.utexas.edu/law/academics/centers/clbe/papers.html>, pág. 10.

⁴ Informe presentado por el Ministro de Hacienda Andrés Velasco a la Cámara de Diputados, en su 12ª Sesión, de fecha 23 de enero de 2007 .

B. Reducción de los costos legales y financieros para la creación de una nueva sociedad destinada al giro del capital de riesgo.

Una segunda solución al problema del capital de riesgo se encuentra dada por la reducción en los costos fijos de formación de entidades societarias de características desformalizadas, a fin de que los empresarios innovadores no deban invertir gran parte de sus recursos en costos legales y notariales, como asimismo generar una reducción en los plazos de constitución de dichas sociedades a fin de que las nuevas empresas se encuentren en condiciones de operar en el menor plazo posible.

Es así como el proyecto de ley en comento tiene por finalidad *“Entonces, proveer de mecanismos flexibles de organización societaria y de fomento, de fácil acceso, de bajo costo, eficientes y que distribuyan los riesgos de manera transparente, permitirá garantizar que no sólo los grandes proyectos de inversión se concreten, sino que también las buenas ideas se transformen en proyectos reales de producción destinados al desarrollo de nuevos y mejores productos y servicios, como también a expandir y calificar la fuerza laboral. Un país en pleno desarrollo como Chile debe garantizar que sus empresarios innovadores puedan llevar a cabo sus proyectos, contribuyendo así al desarrollo de la nación”*.⁵

La institución del capital de riesgo surge en Estados Unidos como una forma de incentivo de la invención de nuevas tecnologías, ha permitido distintas formas de asociación y de atracción de capitales. Los legisladores estadounidenses han buscado principalmente por medio de estas reformas la generación de fuentes alternativas de financiamiento, tanto para la invención de nuevos productos como la formación de nuevas empresas, en tres momentos distintos de desarrollo de la sociedad: *“...Así, el capital de riesgo clásico invierte en capital semilla (seed capital), empresas que comienzan a operar (Start-ups) y en empresas que se encuentran en etapas tempranas de desarrollo (early stages)*.”⁶

Por lo tanto, en el caso de las empresas de capital de riesgo es necesario tener en consideración que generalmente se trata de empresas nuevas, o que se encuentran concentrando sus recursos humanos y financieros en la elaboración de un nuevo producto, por lo tanto, no existe un solo momento en el cual necesitan una inyección de capitales, sino que podemos distinguir

⁵ Proyecto de ley que introduce adecuaciones de índole tributaria e institucional para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa con la modernización del mercado de capitales. Página 2.

⁶ Patricio Arrau, con colaboración de Ricardo Pimentel. “Un mercado de Capitales para crecer: 25 julio 2003”, publicado en Felipe Morandé y Jorge Quiroz, editores, *Crecimiento en Chile, una mirada desde los sectores*, Cámara Chilena de la Construcción, agosto 2003, GERENS S.A. Página 14.

tres momentos distintos en que la inversión en capital de riesgo se hace necesaria:

I. *Seed Capital* o capital semilla: Por capital semilla podemos entender aquel capital necesario para la inversión inicial en la creación de un nuevo producto o en el lanzamiento de un nuevo servicio.

II. *Start-ups* o puesta en marcha de la empresa: Se refiere al capital necesario para la creación de una nueva empresa.

III. *Early Stages* o etapas tempranas de desarrollo: Se refiere al capital necesario para solventar las primeras etapas del desarrollo de una nueva compañía o producto, mientras no se comienzan a percibir los beneficios económicos del producto desarrollado.

Asimismo, no sólo debemos circunscribir el concepto de capital de riesgo hacia empresas que desarrollan un producto nuevo, sino que a empresas que se colocan por primera vez en lugares en los que no existen, pudiendo hacer una nueva clasificación:

a. Aquellas empresas que se encuentran desarrollando nuevos productos: En esta clase de empresas existe un nuevo producto que debe ser desarrollado, producido, testeado, sometido a una campaña de marketing y, finalmente, lanzado al mercado.

b. Aquellas empresas iniciadas en lugares en los que no existen. En este caso, si bien la puesta en marcha de la compañía puede parecer más sencilla, no necesariamente lo es, ya que aun cuando la compañía se encuentra creada, y su logística se ha desarrollado, al incorporarse como empresa nueva a un mercado desconocido, en muchas ocasiones se encuentran en la obligación de crear la necesidad para el público. Por ejemplo: Es tan difícil generar una nueva tecnología minera en el norte de Chile, como crear la necesidad cultural de utilizar telefonía celular en el interior del Amazonas.

En ambos casos existe un gran componente de innovación, sólo que en un caso es la creación del producto, y en el otro caso, el proceso creativo se encuentra orientado principalmente a la capacidad de gestión y publicidad necesarias para colocar un determinado producto en el mercado.

El problema de las empresas orientadas hacia el capital de riesgo radica en el carácter de innovación que representan, ya que a los problemas inherentes a la búsqueda de financiamiento, es necesario agregar *"un bajo nivel de capital para ofrecer como colateral, el carácter de intangible de su producto, que limita*

*su apropiabilidad y crea externalidades, y un elevado riesgo de fracaso comercial, por tratarse de incursiones en áreas no tradicionales”.*⁷

El encontrar un mecanismo idóneo para impulsar la industria del capital de riesgo en nuestro país ha sido una de las principales preocupaciones de los sucesivos gobiernos de la Concertación, siendo una de las medidas orientadas a solucionar este problema la creación de un nuevo tipo societario, cual es la “Sociedad de responsabilidad limitada por acciones”.

Es importante recalcar que los inversionistas podrán acceder a este tipo de sociedades por distintas vías:

1. Inversión asociativa, mediante la cual el inversionista en capital de riesgo se asocia con el inventor aportando el capital necesario para el desarrollo del proyecto.

2. Subsidios estatales: en el caso de que la empresa sea beneficiada con préstamos de CORFO antes enunciados, pero es necesario recalcar que aquellas empresas nuevas con un capital restringido no serán elegibles para este tipo de subsidios estatales.⁸

3. Mercado de valores, en aquellos casos que las sociedades se inscriban en el registro de la SVS. En este caso, es evidente, dado el nivel de especulación atraído por este tipo de sociedades, no será la vía más adecuada para su financiamiento, a menos que se opte por legislar una solución intermedia entre los riesgos inherentes a este tipo de empresas, en contraposición a la fe pública del mercado.

El problema del incentivo al capital de riesgo ha encontrado en el derecho comparado 7 diversas alternativas de solución, desde la reorganización de la estructura de inversiones adoptada por la legislación estadounidense, los beneficios tributarios a la industria del capital de riesgo seguida por el Reino Unido, Francia y España; y finalmente la creación de nuevos tipos societarios, que ha sido la solución seguida por nuestro país mediante la creación de la sociedad de responsabilidad limitada por acciones.

⁷ Juan Ignacio Jiménez a propósito de informe de la CEPAL “Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados”. Página 11.

⁸ En opinión del Ministro de Hacienda Andrés Velasco, en informe presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado, con fecha 16 de marzo de 2007: “la experiencia internacional indica que la mejor forma de apoyo al capital de riesgo es a través de aportes de capital. Al respecto, planteó que, actualmente, CORFO participa en capital de riesgo solamente otorgando préstamos. Este instrumento, sin embargo, no permite compartir riesgos ni que CORFO pueda retirar la inversión una vez terminado su rol de fomento.

Explicó que la propuesta consiste en autorizar a CORFO para tomar posiciones minoritarias en fondos de inversión de capital de riesgo”.

El sistema norteamericano de financiamiento de empresas de capital de riesgo consiste en la creación de la Sociedad de Capital de Riesgo, sociedad que recibe dineros de terceros, con cargo a dichos recursos posteriormente conforma distintos fondos de inversión, los cuales, a su vez, son invertidos en diversos proyectos de capital de riesgo.

Podemos distinguir dos tipos de inversionistas en los fondos de inversión generados por la Sociedad de Capital de Riesgo: Primero, el "*General Partner*", por cada fondo de inversión generado por la Sociedad de Capital de Riesgo existe uno, quien es el encargado de efectuar las inversiones por cuenta y riesgo del fondo de inversión, además hace las veces de administrador del fondo, participando activamente con los empresarios en la gestión de cada uno de los proyectos, pudiendo incluso participar en la toma de decisiones sobre ellos.

Y, en segundo lugar, existen los denominados "*Limited Partners*", quienes actúan como inversionistas pasivos en el proyecto, es decir, se limitan a monitorear el resultado de sus inversiones, pero no son parte activa del proyecto de capital de riesgo. Al igual que los fondos de inversión en nuestro país, estos fondos especiales de inversión en capital de riesgo tienen un plazo de vigencia, tras el cual sus inversiones son liquidadas, de esta forma, materializando el nivel de ganancias o pérdidas en el proyecto de inversión.⁹

Una de las principales fortalezas del sistema norteamericano radica en las diferentes alternativas de inversión que plantea para los inversionistas, es así una especialidad de las inversiones, de tal manera que permite que distintos tipos de inversionistas participen en el mercado de capital de riesgo. Incentivando a inversionistas controladores, para que asistan a empresarios innovadores en la gestión de nuevos negocios, participando activamente en la administración de los fondos y aportando no sólo capital, sino que capacidad de gestión y experticia profesional. Es importante recalcar que las empresas nuevas, tal como suele darse en empresas de capital de riesgo, se encuentran formadas por personas de alta capacidad innovativa, pero no necesariamente con capacidad de gestión o experiencia en los negocios, por lo tanto, estas potenciales deficiencias son subsanadas por el sistema norteamericano mediante la incorporación de la figura del "*General Partner*".

Otra ventaja es la autorización para que inversionistas que sólo se encuentren interesados en desarrollar una inversión financiera de alto riesgo puedan ver satisfechas sus aspiraciones mediante un aporte de capital al fondo de inversión de capital de riesgo de su preferencia.

⁹ Juan Ignacio Jiménez a propósito de informe de la CEPAL "Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados". Página 12.

La desventaja de este tipo de inversiones con respecto a inversiones de carácter tradicional radica en la dificultad de liquidación que tienen las cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo, ya que, aun cuando pueden producir un alto nivel de rentabilidad, existe una importante posibilidad de pérdida, por lo tanto, en la experiencia internacional el mercado de este tipo de cuotas de fondos de inversión suele carecer de profundidad.

Una segunda manera de incentivar la creación de empresas destinadas al giro del capital de riesgo es la generación de incentivos tributarios a aquellas empresas que cumplan con determinadas características, como por ejemplo: que la actividad principal de la empresa sea la realización de inversiones; que la propiedad de la empresa revista características desconcentradas, requisitos relativos a la orientación de cartera, es decir, que a lo menos el 50% de los proyectos beneficiados no correspondan a empresas que coticen en bolsa; establecer plazos mínimos de mantención de la inversión en capital de riesgo dentro de la cartera favorecida por el beneficio tributario, etc.

Este tipo de incentivos tributarios se puede desarrollar por dos vías, que en general son consideradas por el derecho comparado como complementarias. Una primera vía corresponde a exenciones totales o parciales al impuesto de ganancias de capital o deducciones del impuesto a la renta corporativa, a fin de generar ganancias mayores para la empresa dedicada a este giro. Una segunda vía tiene por objeto beneficiar directamente a los inversionistas, especialmente a los empresarios innovadores que han mantenido en su poder acciones de sus propias empresas: *“Dado que la mayor rentabilidad obtenida por la empresa de capital de riesgo después de impuestos gracias a estos beneficios en algún momento se traducirá en una distribución de dividendos y/o de acciones para sus aportantes, también se definen incentivos al nivel del impuesto a la renta de las personas. Estos suelen consistir en exenciones del impuesto a la renta por aquellos ingresos provenientes de la sociedad de capital de riesgo por concepto de dividendos y las ganancias de capital obtenidas en la venta de las acciones de empresas en las cuales esta invirtió. Obsérvese que esto último también se constituye en un factor de incentivo para el empresario innovador, por cuanto este suele poseer acciones de la empresa que crea”*.¹⁰

De tal manera, podemos encontrar beneficios orientados a premiar a los inversionistas a fin de que decidan participar en este tipo de inversiones, beneficios orientados a permitir a los empresarios innovadores percibir mayores dividendos sobre sus proyectos, y finalmente, como ya se dijo en su oportunidad, se puede incentivar la generación de este tipo de empresas mediante subsidios estatales o una rebaja sustancial de los costos de creación de una de estas empresas.

¹⁰ Juan Ignacio Jiménez a propósito de informe de la CEPAL “Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados”. Página 12.

Si bien tanto el subsidio estatal como la rebaja en los costos de generación de las empresas no solucionan el problema real de los empresarios de capital de riesgo, cual es la falta constante de financiamiento para sostener sus empresas en el corto y mediano plazo, sí constituyen a lo menos una “declaración de intenciones” del Ejecutivo para solucionar este problema.

Es así como en el contexto de la nueva reforma al mercado de capitales el Ejecutivo ha intentado resolver el problema del capital de riesgo, o por lo menos así lo ha indicado en el mensaje del Ejecutivo del boletín N° 3278-05, al señalar: “En el marco del fortalecimiento y desarrollo de la industria de capital de riesgo, la experiencia internacional demuestra que uno de los elementos que ha resultado clave para el buen funcionamiento de este tipo de actividades, ha sido contar con un vehículo social lo suficientemente flexible que permita separar los roles y derechos de los distintos tipos de participantes”.¹¹

Una de las primeras aristas a atacar por el Ejecutivo para solucionar el problema, de acuerdo a la consultora Gerens S.A., es la flexibilidad en las relaciones contractuales, ya que excesiva formalidad societaria ha sido tradicionalmente, a su entender, un obstáculo para la industria del capital de riesgo, al indicar en su informe que: *“...el estudio de las distintas experiencias de la industria de capital de riesgo sugiere que los tipos de relaciones y contratos entre las partes (aportante de fondos, administradora y gestor o emprendedor) deben ser flexibles, lo que también es válido para la organización societaria de la empresa, donde prevalezcan los acuerdos entre las partes. A este respecto, el Proyecto de Ley establece la creación de las Sociedades de Responsabilidad Limitada por acciones (SPA), donde los estatutos de la sociedad reflejen los intereses de quienes la conforman, incluyendo la participación del capital, la estructura administrativa y el rol de las juntas de accionistas”*.¹²

Un nuevo intento legislativo por solucionar el problema del capital de riesgo en nuestro país se encuentra dado por la creación de la sociedad de responsabilidad limitada por acciones, la cual es definida por el boletín N° 3278-05, mediante la introducción de un nuevo artículo 424 al Código de Comercio, como: “La sociedad por acciones, o simplemente la “sociedad” para los efectos de este Párrafo, es una persona jurídica creada por una o más personas mediante un acto de constitución perfeccionado de acuerdo con los preceptos siguientes, cuya participación en el capital es representada por acciones”.¹³

¹¹ Proyecto de ley que introduce adecuaciones de índole tributaria e institucional para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa con la modernización del mercado de capitales. Página 18.

¹² Patricio Arrau, con colaboración de Ricardo Pimentel. “Un mercado de Capitales para crecer: 25 julio 2003”, publicado en Felipe Morandé y Jorge Quiroz, editores, *Crecimiento en Chile, una mirada desde los sectores*, Cámara Chilena de la Construcción, agosto 2003, GERENS S.A. Página 15.

¹³ Oficio N° 6781, de fecha 8 de mayo del año 2007, desde la Cámara de Diputados al Tribunal Constitucional, que contiene el boletín N° 3278-05, sobre modernización del mercado de capitales. Pág. 88.

Es posible extraer ciertas características especiales de la sociedad de personas por acciones de su propia definición: a) Son personas jurídicas, b) Son creadas por una o más personas, c) Son creadas mediante un acto de constitución, d) Su participación se encuentra representada en acciones.

En primer lugar, su naturaleza jurídica corresponde a una persona jurídica, es decir, es una entidad ficticia, creada por una o más personas naturales, que no puede ser separada de la finalidad que se tuvo en vista para su constitución, ya que son dichos fines los que sirven para delimitar el alcance y extensión de dicha persona jurídica.¹⁴

De acuerdo a lo expresado tanto en la justificación del proyecto de ley, como en las diversas presentaciones hechas por el Ejecutivo ante ambas Cámaras respecto del proyecto de ley en comento, la finalidad de este nuevo tipo societario se circunscribe a la necesidad de dar una mayor profundidad al desarrollo del capital de riesgo, mediante la creación de un nuevo tipo societario que sea distinto de su o sus dueños, de fácil creación y modificación, esencialmente desformalizado, y por lo mismo que su creación involucre costos menores que los que tradicionalmente implica la creación de una nueva sociedad.

En segundo lugar, se permite que esta "sociedad" sea creada por una o más personas. En la misma línea legislativa que permite la generación de personas jurídicas cuya propiedad se encuentre reunida en un solo individuo, la sociedad de responsabilidad limitada por acciones no restringe su titularidad a una o más personas, sin distinción alguna. De lo cual es dable colegir que la intención del legislador era dotar a estas entidades de la más amplia gama de sujetos posible en su registro de accionistas.

Es así como se establece la posibilidad de que sean constituidas por un solo socio o por una pluralidad de personas. Asimismo, el tipo de concentración de la propiedad en este tipo de sociedades es susceptible de evolución con el tiempo, permitiendo incluso la concentración posterior de la propiedad en una sola mano, ya que, como indica el proyecto en el "artículo 444 nuevo del Código de Comercio: Salvo que el estatuto disponga lo contrario, la sociedad no se disolverá por reunirse todas las acciones en un mismo accionista".

En tercer lugar, la sociedad de responsabilidad limitada por acciones es creada mediante un acto de constitución, no por escritura pública como el resto de las sociedades de nuestro ordenamiento jurídico. Es en este punto donde radica una de las principales novedades del proyecto de ley en comento, ya que la

¹⁴ Lyon Puelma, Alberto; *Personas Jurídicas*; Ediciones Universidad Católica de Chile; marzo de 2003. Pág. 37.

formación de esta sociedad se realiza por medio de un procedimiento en principio desformalizado, pues no se exige como solemnidad para su creación el hecho de ser constituidas por escritura pública, sino que puede ser originada por medio de un instrumento privado, el cual en todo caso deberá ser inscrito y publicado en el plazo de 30 días hábiles.

De este modo, se facilita la formación del ente societario bajando considerablemente los costos de constitución para las empresas de capital de riesgo, permitiendo que prácticamente el total del capital de la empresa se utilice para el desarrollo del proyecto, y no se gaste antes de la puesta en marcha de la empresa. Como se indica en el proyecto enviado por el Ejecutivo: "Con relación al desarrollo de proyectos de capital de riesgo, el vehículo que canaliza la inversión en tales proyectos emergentes resulta ser uno de los elementos más determinantes al momento de medir el costo y las contingencias involucradas en el mismo. De tal forma, una estructura liviana y flexible permitirá que los inversionistas en capital de riesgo puedan, a través de tecnología contractual más sofisticada, hacer valer directamente sus derechos en la forma pactada y no pasando por medio de intrincadas alternativas legales diseñadas para dar cabida a las especificidades puntuales de un proyecto y sus condicionantes financieras".¹⁵

Finalmente, se caracteriza a estas sociedades de responsabilidad limitada por acciones, al igual que en el caso de las sociedades anónimas, mediante la representación de la participación en su capital por medio de acciones.

Las acciones, en este caso, como lo indica el proyecto de ley en comento, pueden ser ordinarias o preferidas. Pero, al contrario de las sociedades anónimas, en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada por acciones, las preferencias cuentan con una serie de derechos especiales nuevos para nuestra legislación.

En primer lugar, se introduce la institución del voto múltiple; al igual que el artículo 21 de la Ley de Sociedades Anónimas, Ley N° 18.046, se permite la emisión de series de acciones que no tengan derecho a voto, o que tengan derecho a voto limitado, pero una de las principales innovaciones que contempla la nueva sociedad de responsabilidad limitada por acciones es que permite en el nuevo artículo 437 del Código de Comercio,¹⁶ la existencia de series de acciones con voto múltiple. Si bien puede parecerse exagerado este derecho, debemos considerar que estas sociedades se abren al público esencialmente

¹⁵ Proyecto de Ley enviado mediante mensaje del Ejecutivo N° 39-349, de fecha 30 de junio del año 2003, página 18.

¹⁶ Artículo 437 nuevo del Código de Comercio: "...el estatuto podrá contemplar series de acciones sin derecho a voto, con derecho a voto limitado o a más de un voto por acción; en cuyo caso, deberán determinar la forma de computar dichas acciones para el cálculo de los quórum".

para captar recursos, no para compartir la gestión de los proyectos, ni menos para permitir el control de un determinado producto por terceros ajenos a su desarrollo, de tal manera que el proyecto recientemente aprobado por el Congreso Nacional permite a los empresarios innovadores mantener en su poder una serie de acciones que les permitan mantener el control efectivo sobre la compañía, incorporando a la propiedad de ésta accionistas sólo interesados en rentar su capital a mediano y largo plazo, evitando de esta manera intervenciones en la gestión de los proyectos de la compañía.

En segundo lugar, se permite la emisión de series de acciones que den origen a derechos especiales en materia de percepción, repartición y origen de los dividendos a distribuir por la sociedad, es así como se establecen:

a. Acciones con derecho a la repartición de un dividendo fijo, determinado o determinable por medio de los estatutos

A fin de fomentar este tipo de sociedades de capital de riesgo, se autoriza la existencia de dividendos pagaderos con preferencia a las demás series de acciones de la compañía, es así como: "se permite establecer privilegios relativos a dividendos asegurados que deben pagarse siempre sobre utilidades líquidas o retenidas, pero en caso de pérdidas, tales dividendos insolutos podrán anotarse en una cuenta especial creada al efecto con el objeto de pagarse con preferencia a las restantes acciones, sin perjuicio de otras preferencias que puedan prevalecer".¹⁷

En caso de que las utilidades no fueran suficientes para cumplir con el pago total de las acciones a las que les fuera aplicable este beneficio, salvo disposición expresa de los estatutos, el accionista puede optar por uno de los siguientes caminos:

1) Registrar el saldo insoluto en una cuenta especial a fin de que sea pagado con cargo a ejercicios futuros. En este caso, el accionista afectado genera una cuenta por cobrar a su favor en contra de la sociedad de personas por acciones, de tal manera que en el ejercicio siguiente sus dividendos impagos serán considerados como parte del pasivo de la sociedad, y pagados incluso con anterioridad a la determinación de utilidades de la empresa.

2) Ejercer el derecho a retiro: en este caso, se permite al accionista afectado retirarse de la sociedad, obligando a la empresa a adquirir las acciones de su propiedad; en este caso, existe una diferencia sustancial con las sociedades

¹⁷ Proyecto de Ley enviado mediante mensaje del Ejecutivo N° 39-349, de fecha 30 de junio del año 2003, página 22.

anónimas, en las cuales la ley valoriza el precio de dichos títulos al valor libros de la sociedad. En el proyecto de ley en comento se permite que los estatutos establezcan un precio de rescate distinto, a fin de hacer más atractiva la inversión inicial a nuevos accionistas.

b. Acciones sujetas al pago de dividendos específicos originados por determinadas unidades de negocios

La idea de este beneficio es hacer más atractiva la inversión en una determinada unidad de negocios o proyecto en especial, mediante la autorización por medio de los estatutos de la sociedad del pago de dividendos específicos a quienes hubieran invertido mediante esta modalidad.

En este caso, la empresa estará obligada a llevar cuentas separadas sobre dichas unidades de negocios, ya que sólo sobre esta contabilidad se calcularán las utilidades, lo anterior, sin importar los resultados generales de la sociedad. De tal manera que quienes hubieran asumido los riesgos especiales de una determinada área de la compañía, serán recompensados con repartición sobre sus dividendos con anterioridad a que éstos pasen a formar parte de los resultados generales de la empresa. "Del mismo modo, sujeto al establecimiento de un plan de separación de cuentas que asegure el pago de los impuestos aplicables y evite la duplicidad de ingresos o gastos deducibles de ingresos, podrán segregarse unidades de negocio de manera que los dividendos o demás derechos económicos de una serie de acciones puedan relacionarse directamente del rendimiento de dicha unidad de negocios".¹⁸

Lo anterior se explica en virtud de las características especiales de la sociedad de inversión de riesgo, ya que los accionistas buscan una utilidad más orientada hacia el largo plazo. Esta norma podría dar mayor profundidad al mercado del capital de riesgo limitando los riesgos al garantizar utilidades especiales en un mediano plazo, como asimismo permitir a los inversionistas elegir sobre qué unidades de negocios invertir.

Disposiciones especiales autorizadas por los estatutos

Es así que puede autorizarse por medio de los estatutos de la sociedad que los aumentos de capital sean determinados por la administración de la sociedad, tanto en forma general o limitada, temporal o permanente, pudiendo incluso aumentar el capital de la empresa con el objeto de **financiar la gestión ordinaria de la sociedad o para fines específicos**.

¹⁸ Proyecto de Ley enviado mediante mensaje del Ejecutivo N° 39-349, de fecha 30 de junio del año 2003, página 22.

Es decir, se autoriza, por medio de los estatutos de la sociedad, para delegar la facultad de determinar la necesidad de un aumento de capital, como asimismo para gestionar dicho aumento, y finalmente para determinar el objeto de dicho aumento de capital, todo lo anterior sin necesidad de convocar a junta de accionistas extraordinaria para que entregue su aprobación.

Esta normativa es una novedad en materia societaria nacional, de hecho, el nivel de autonomía que se le entrega a la administración, si bien es positivo desde el punto de vista de la agilidad de gestión que le significa a la empresa de capital de riesgo, puede llegar a ser pernicioso, dado que no se establece en el proyecto de ley ningún tipo de control. Es lógico que no se establezca algún mecanismo de control anterior al aumento de capital, ya que dadas las características de estas empresas, la urgencia de recursos puede ser una justificación suficiente para prescindir de él, mas la inexistencia de un control posterior, en el cual la administración rinda una cuenta detallada de este tipo de aumentos de capital, parece más bien una omisión involuntaria del legislador, ya que este punto no fue tomado en consideración en la historia de la ley.

Quizás fue la intención del ejecutivo intentar algún grado de semejanza entre el "*general partner*" estadounidense y la administración de la sociedad de responsabilidad limitada por acciones chilena, pero en este caso debemos considerar que el administrador chileno tiene por finalidad sólo la gestión de la empresa y de los recursos actuales de los que ella disponga, y no la captación de recursos del público para financiar tanto un plan de negocios general como específico. Ya que, a mi modo de ver, este tipo de facultades amplias otorgadas a la administración de la sociedad sin un control efectivo, pueden convertirse en el largo plazo en una fuente de conflicto entre los inversionistas y los administradores de dichas sociedades, generando una mayor desconfianza en el público inversionista en este tipo de empresas de innovación. En definitiva, en mi parecer, el giro de este tipo de sociedades es lo suficientemente incierto como para agregar nuevas cuotas de incertidumbre al público inversionista, ya que hemos de considerar que normalmente las empresas de innovación revisten un carácter eminentemente tecnológico, y por lo mismo, técnico. De tal manera que un inversionista promedio no cuenta con los conocimientos necesarios para realizar un adecuado estudio sobre la conveniencia o inconveniencia de las decisiones tomadas por la administración de estas empresas, cuando menos de la correcta disposición de los recursos de la sociedad, y, en consecuencia, de la adecuada inversión de fondos provenientes de aumentos de capital autorizados por la propia administración de la compañía. Ya que no deja de ser importante considerar que la inversión en este tipo de compañías es eminentemente especulativa, dada la alta especialización del giro del capital de riesgo, normalmente asociado a empresas de innovación tecnológica.

Limitaciones a la propiedad de la empresa

Una de las principales innovaciones respecto de la conformación del control de este tipo de compañías, es que se permite establecer en los estatutos de la compañía montos mínimos o máximos de acciones que sean controladas por un mismo accionista, tanto en forma directa o indirecta, y que los mismos estatutos dispongan la forma en la cual se harán efectivos dichos límites. Lo anterior podría parecernos a primera vista letra muerta, pero el proyecto de ley en comento va más allá, dotando a los estatutos de la facultad de establecer las circunstancias por medio de las cuales se pueda exigir la venta de las acciones de todos o parte de los accionistas, incluso a favor de una persona específica, de acuerdo a lo dispuesto en el nuevo artículo 435 inciso segundo del Código de Comercio: "...El estatuto también podrá establecer que bajo determinadas circunstancias se pueda exigir la venta de las acciones a todos o parte de los accionistas, sea a favor de otro accionista, de la sociedad o de terceros".

Lo anterior, en mi modo de ver, vulnera directamente el derecho de propiedad, el cual de acuerdo a lo establecido en el artículo 19 N° 24 de nuestra Constitución, en su inciso tercero prescribe que: "Nadie puede, en caso alguno, ser privado de su propiedad, del bien sobre que recae o de algunos de los atributos o facultades esenciales del dominio, sino en virtud de ley general o especial que autorice la expropiación por causa de utilidad pública o de interés nacional, calificada por el legislador".

Si bien pudiera argumentarse que la privación de propiedad que implica la venta forzada de paquetes accionarios se encontraría autorizada por el nuevo artículo 435 inciso 2º del Código de Comercio, es evidente que la expropiación de que trata la disposición constitucional se refiere al caso específico en que se priva a un particular de su dominio. Asimismo la norma propuesta por el proyecto de ley en comento que ha calificado el acto de forzar la venta de un paquete accionario como expropiación, no se funda en causa de utilidad pública o interés nacional, y al no ser fundada no ha podido ser calificada por el legislador.

En el mismo sentido, no deja de extrañarnos que se elimine la obligación legal de ofrecer en primer término a los accionistas de la sociedad, en forma preferente, acciones emitidas con cargo a un aumento de capital, aun cuando se permita que una norma de similares características pueda ser dispuesta por los estatutos de la compañía, ya que se deja abierta una nueva compuerta para limitar concentraciones de propiedad al interior de este tipo de empresas.

Es interesante considerar que, al contrario de las sociedades anónimas, donde el conocimiento de los estatutos sociales y los acuerdos de las juntas de accionistas se entiende responsabilidad de quienes adquieran posteriormente

acciones de la compañía,¹⁹ en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada por acciones esto no es así, ya que como fuera incorporado durante la tramitación del proyecto, será de cargo del cesionario de las acciones hacer constar en el traspaso de dichos instrumentos no sólo el conocimiento de los estatutos de la sociedad, sino que de la normativa legal aplicable en este caso, ignorando abiertamente la presunción de conocimiento de la ley del artículo 8º del Código Civil. Haciendo directamente responsable al cedente de cualquier omisión en este sentido.²⁰

Si bien es cierto que la intención del proyecto de ley en comento es clara, al intentar facilitar el desarrollo del capital de riesgo mediante la creación de una nueva forma societaria dotada de una mayor flexibilidad tanto para su creación como para su posterior modificación, las políticas del gobierno para generar un verdadero empuje a la industria del capital de riesgo son abiertamente insuficientes, ya que como se puede desprender de un simple análisis de la primera parte del presente estudio, el principal problema que aqueja a este sector radica en su poca capacidad de financiamiento a mediano y largo plazo, problema que no es tocado, ni siquiera tangencialmente, por el nuevo modelo societario. Y aun cuando se establece en el mismo proyecto algún beneficio tributario para los fondos de inversión que decidan apoyar a estas empresas, se requiere una normativa más profunda, que trate directamente el problema de las tasas de colocación a pagar por los inversionistas, dando un adecuado equilibrio a los mayores costos que significa para el fondo de inversión y el incentivo de los inversionistas para elegir este tipo de inversiones.

En contrapartida es posible vislumbrar importantes avances normativos en la sociedad de responsabilidad limitada por acciones, tales como el pago preferente de dividendos y el pago de dividendos con cargo a cuentas específicas de negocios, ambos mecanismos capaces de hacer más atractiva la inversión en este tipo de empresas. Por lo tanto, es dable concluir que si bien la creación de un nuevo tipo societario no se hacía directamente necesaria, algunos de los beneficios planteados por el proyecto de ley aprobado por el Congreso el 8 de mayo del presente año podrían implicar un avance significativo en la materia para una industria crucial en el futuro económico de nuestro país.

¹⁹ Artículo 22: La adquisición de acciones de una sociedad implica la aceptación de los estatutos sociales, de los acuerdos adoptados en las juntas de accionistas, y la de pagar las cuotas insolutas en el caso que las acciones adquiridas no estén pagadas en su totalidad.

²⁰ Artículo 446: En los traspasos de acciones deberá constar la declaración del cesionario en el sentido que conoce la normativa legal que regula este tipo social, el estatuto de la sociedad y las protecciones que en ellos puedan o no existir respecto del interés de los accionistas. La omisión de esta declaración no invalidará el traspaso, pero hará responsable al cedente de los perjuicios que ello irroga”.