

### La nueva sociedad SpA

Patricio Arrau  
Gerente General  
Gerens Capital S.A.

(Columna diario La Tercera, 15 de junio de 2007)

Se ha promulgado al fin la llamada Ley de Mercado de Capitales II o MKII. Fue larga la espera pero vali3 la pena. Despu3 de la exitosa ley MKI del a3o 2001, qued3 en evidencia que no fue posible incluir en esa ley un conjunto de medidas microecon3micas necesarias para promover la industria del capital de riesgo; y de all3 sali3 la necesidad de hacer una segunda reforma. Esa primera reforma elimin3 la doble tributaci3n al ahorro provisional voluntario para la vejez y elimin3 tambi3n el impuesto a la ganancia de capital para las acciones de alta presencia burs3til. Esta 3ltima medida, que mejor3 considerablemente el acceso al capital accionario burs3til, especialmente importante para las grandes empresas, deb3a ser tambi3n extendida para las empresas m3s peque3as y para el financiamiento de proyectos; es decir, para el capital de riesgo. En el camino, la ley sufri3 de par3lisis por la crisis de Inverlink y el “jarr3n perdido”, pero finalmente, luego de un primer intento fallido a principios del actual gobierno, la indicaci3n sustitutiva que ingres3 al Congreso a fines del a3o pasado tuvo un r3pido tr3mite y concluy3 con 3xito. La nueva ley libera del impuesto a las ganancias de capital a los fondos de inversi3n p3blicos que cumplan ciertos requisitos de invertir en empresas peque3as y bajo ciertas condiciones, as3 como a los fondos privados de inversi3n que tengan ganancias de capital por encima de ciertos umbrales m3nimos. Medidas importantes en la direcci3n correcta.

Pero no s3lo se dio un paso inicial fundamental para eliminar las distorsiones tributarias que dificultan el desarrollo de la industria, sino que tambi3n se di3 un paso muy importante para facilitar la enorme complejidad contractual y legal en la cual debe desenvolverse la industria de capital de riesgo. Se ha realizado una importante reforma al C3digo de Comercio, introduciendo una nueva persona jur3dica llamada Sociedad por Acciones, que deber3n llevar a continuaci3n de su nombre la expresi3n “SpA”. Se trata de combinar la flexibilidad administrativa y contractual de las sociedades limitadas, con las estructuras de derechos y obligaciones de administraci3n y repartici3n de flujos propios de las sociedades an3nimas o accionarias. Uno de los m3s complejos insumos de la industria de capital de riesgo, es la sofisticada estructuraci3n contractual que une a los socios. Normalmente uno o m3s socios gestores se asocian con uno o m3s socios capitalistas, incluidos los fondos de inversi3n. Los primeros aportan en mayor proporci3n las habilidades de gesti3n y los segundos aportan en mayor proporci3n los montos de capital. Normalmente los primeros obtienen una mayor proporci3n de derechos sobre los flujos esperados del proyecto o empresa relativo a su efectivo aporte de capital. Es los que entendemos por *goodwill*. Como y cuando reconocer este *goodwill* explica buena parte de las complejidades de estos arreglos contractuales. Cuando los proyectos est3n en etapa de desarrollo no es obvio que sean capaces de generar la riqueza prometida en los planes de negocios, lo que depende de diversos aspectos externos e internos a la empresa o al proyecto. Por ello, la estructura contractual y legal que se define en los estatutos sociales y pactos de accionistas refleja

contingencias de diversa e imprevisible naturaleza, así como mecanismos de control de abusos, soluci3n de conflictos de inter3s y alineamiento de intereses entre las partes. Todo ello se plasma en estatutos societarios y pactos accionarios de extrema complejidad legal. Derechos preferentes sobre dividendos, rondas de aumento de capital sucesivas, derechos preferentes de liquidaci3n, obligaciones compartidas de administraci3n y gesti3n, sistemas complejos de remuneraci3n de gesti3n a trav3s de opciones sobre acciones, toma de control si las cosas no van bien, restricciones a derechos de venta de acciones, derechos asim3tricos de salida de los fondos y los gestores, entre otras, son s3lo algunos de los temas que deben considerarse. En muchos casos la actual ley 18.046 de sociedades an3nimas y su estructura m3s bien r3gida no es la persona jur3dica m3s adecuada para resolver varios de estos problemas. En ocasiones, se generan contradicciones entre dicha ley y las obligaciones de los gestores en su calidad de directores, con las obligaciones que esos mismos han asumido en su calidad de accionistas. Por ello los administradores de capital de riesgo saludamos con entusiasmo las nuevas sociedades SpA. En esencia, tanto los estatutos sociales como los pactos de accionistas quedan libremente dejados a las partes en acuerdos privados y la ley 18.046 de sociedades an3nimas no rige para estas sociedades, así como la soluci3n de los conflictos entre accionistas quedan entregados a soluciones 3rbitrales. Un gran desaf3o se abre ante nosotros, pues debemos estructurar negocios y arreglos contractuales con los riesgos propios de no tener precedentes jur3dicos. Sin embargo, esta nueva persona jur3dica en la legislaci3n chilena es un nuevo salto para consolidar la industria de capital de riesgo, la que se encuentra creciendo a pasos agigantados. En materia tributaria, se extienden las normas propias de las sociedades an3nimas, lo que genera rigideces a la hora de distribuir los flujos de caja que genere el proyecto. Esperamos que este aspecto pueda corregirse en la tercera reforma al mercado de capitales que se anuncia para este segundo semestre.