

## ***LIMITACIONES A LA LIBERTAD CONTRACTUAL EN LA LIQUIDACIÓN DE LOS FONDOS REGULADOS POR LA LEY 20.712***

### ***LIMITATIONS TO CONTRACTUAL FREEDOM IN THE LIQUIDATION OF THE FOUNDS REGULATED BY THE LAW 20.712***

DIEGO SANTIAGO IGLESIS-DONOSO\* \*\*

#### ***RESUMEN***

El artículo sostiene que los participantes de un fondo regulado por la Ley 20.712 (Ley Única de Fondos o LUF) no son completamente libres al regular la forma de liquidación en su reglamento interno. Para justificar estos límites, se propone un análisis de la voz “liquidar” en la Ley, que implica restringir esta libertad dentro de parámetros congruentes con la normativa y los intereses legales en juego. Se establecen dos grupos de límites: el primero está relacionado con el uso de la voz “liquidación” en clave societaria y es inherente a todo proceso de liquidación. El segundo grupo se condice con un modelo de liquidación que debe ser congruente con la limitación de responsabilidad que sostenemos existe en los fondos de la LUF, destacando, entre éstos el necesario cambio en el objeto del fondo y la imposibilidad de realizar repartos de capital antes de saldar las deudas que éste tenga.

\* Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales, Universidad de Chile. Magíster en Derecho con Mención en Derecho Privado, Universidad de Chile. Profesor Adjunto, Escuela de Ciencias Sociales, Universidad de O'Higgins, Rancagua, Chile. Correo electrónico: [diego.iglesis@uoh.cl](mailto:diego.iglesis@uoh.cl). ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8297-8760>.

\*\* El presente texto corresponde, al trabajo expuesto, con leves modificaciones, en las *XV Jornadas Chilenas de Derecho Comercial*, organizadas por la Universidad de Concepción, los días 26 y 27 de septiembre de 2024. Ha sido realizado como continuación de mi Tesis de Magíster en Derecho con Mención en Derecho Privado, de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chile, titulada “El Procedimiento de Liquidación de los Fondos de la Ley 20.712”.

Trabajo recibido el 31 de marzo de 2025 y aceptado para su publicación el 29 de diciembre de 2025.

*Palabras Clave:* liquidación, disolución, fondos de inversión, Ley Única de Fondos, modelos de disolución.

### ABSTRACT

The article argues that participants in a fund regulated by the Law 20,712 (the Single Fund Law or LUF) are not entirely free to regulate the method of liquidation in their internal regulations. To justify these limits, an analysis of the term “liquidate” in the Law is proposed, which implies restricting this freedom within parameters consistent with the regulations and the legal interests at stake. Two groups of limits are established: the first is related to the use of the term “liquidation” in a corporate context and is inherent to any liquidation process. The second group aligns with a liquidation model that must be consistent with the limitation of liability that we assert exists in LUF funds, highlighting, among other aspects, the necessary change in the fund’s purpose and the impossibility of making capital distributions before settling its debts.

*Keywords:* liquidation, dissolution, investment funds, Single Fund Law, dissolution models.

### INTRODUCCIÓN

La Ley N°20.712, sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, promulgada el 24 de diciembre de 2013 y publicada el 7 de enero de 2014, también llamada *Ley Única de Fondos* (en adelante también LUF), unificó la dispersión normativa que caracterizaba la regulación de los diversos tipos de fondos antes de su dictación,<sup>1</sup> con un cuerpo que se pretende omnicompreensivo en la materia, y que hace muy escasas referencias a otras normas.

Destacable es que deja atrás, probablemente de forma intencionada, la regulación societaria sobre la que solía apoyarse.<sup>2</sup> Si a este abandono se suma la adición de una conceptualización de los fondos como “patrimonios de afectación” (artículo 1 b) LUF, resulta notable tanto la novedad como el distanciamiento que

<sup>1</sup> Antes de la dictación de la LUF existía una regulación disgregada respecto a Fondos Mutuos, de Fondos de Inversión, Fondos para la Vivienda y Fondos de Capital Extranjero. Es pertinente advertir que en nuestro ordenamiento existen aún otros tipos de fondos, como los fondos de pensiones y los fondos para la bonificación por retiro y que, en este trabajo, cuando usamos la voz “fondo”, solo nos referiremos a aquellos regulados en la Ley 20.712.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, art. 1° de la Ley 18.815, antecedente de la LUF, que reconduce al intérprete de manera general a la Ley de Sociedades Anónimas.

este cuerpo normativo supone de las figuras jurídicas con las que usualmente tratamos.

La LUF distingue entre fondos de inversión públicos y fondos de inversión privados, siendo los primeros la norma general y los segundos un tipo específico regulado únicamente por el Capítulo V de la Ley, así como por las disposiciones a las que este capítulo se refiere y por los reglamentos internos de cada fondo de inversión privado. Los fondos de inversión privados se distinguen por contar con menos de 50 participantes, los cuales no pueden ser miembros de la misma familia; por tener estrictamente prohibida la oferta pública de valores; y por no estar sujetos a la supervisión de la Comisión para el Mercado Financiero.

Si bien existen múltiples bondades de esta nueva legislación, que indudablemente ha impulsado de manera notoria el mercado de capitales chileno, y la inversión en nuestro país,<sup>3</sup> su aislamiento y particular fisonomía dificultan la labor del intérprete.

Uno de los puntos en que se hace notoria esta dificultad es en materia de liquidación de fondos, tema que ha sido objeto de nuestro interés en el pasado,<sup>4</sup> y en el que la LUF parece haber optado por brindar una amplia libertad a los partícipes (o aportantes) de los fondos. La escueta regulación legal al respecto, y el llamamiento a regular por vía convencional la forma de llevar a cabo este proceso, han hecho pensar que existe amplia libertad para que los aportantes de un fondo determinen, a su conveniencia, la forma en la que se llevará a cabo el proceso en el reglamento interno.

No obstante, nos parece que este entendimiento resulta incongruente con la regulación, y particularmente con los riesgos que implica el proceso de liquidación de un fondo. Por ello, creemos que debe proponerse una reinterpretación que dibuje límites a esta libertad. Creemos que ellos existen, y que emanan de la forma

<sup>3</sup> Sin ir más lejos, los informes trimestrales de la Asociación Chilena Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI) con respecto al crecimiento de la industria de los fondos en Chile muestran un crecimiento constante y exponencial, tanto del número de fondos como de los activos bajo administración. El último informe del trimestre final de 2024 revela que los fondos de inversión públicos alcanzaron los US\$ 39.567 millones, lo que significa un aumento del 7% con respecto de septiembre de 2023: Asociación Chilena Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI), “Informe trimestral” diciembre de 2024, <https://acafi.cl/fondos-de-inversion-publicos-alcanzan-los-us-39-567-millones-al-tercer-trimestre/#>, consultada: 01 de marzo de 2025. Por su parte, pero de modo igualmente relevante, la *Comisión para el Mercado Financiero* ha destacado que actualmente el 42% del PIB de Chile se encuentra administrado a través de fondos, y que la entrada en vigor de la LUF cuadruplicó los activos bajo administración de los fondos. BERNSTEIN, Solange, “Desafíos en la industria de fondos de inversión”, noviembre de 2024, en línea: [https://cmfchile.cl/portal/prensa/615/articles-87867\\_doc\\_pdf.pdf](https://cmfchile.cl/portal/prensa/615/articles-87867_doc_pdf.pdf), consultada 01 de marzo de 2025.

<sup>4</sup> IGLESIAS, Diego, “El procedimiento de liquidación de los fondos de la ley 20.712”, Tesis de Magister en Derecho, Universidad de Chile, Santiago, 2024.

en debemos entender la liquidación de los fondos en el diseño de la LUF. Pensamos que el uso de la expresión “liquidar” por parte del legislador de la LUF no es azaroso, como ya se ha sostenido en otra oportunidad<sup>5</sup> y que dotar de contenido a la expresión, en su contexto, es necesario para interpretar la normativa de la LUF.

Haciéndonos cargo de un punto pendiente que no pudimos tratar en el pasado, este trabajo tiene como principal objetivo continuar con la investigación que hemos estado llevando a cabo en la materia de liquidación de fondos, y proponer que existen límites que deben observar los aportantes de un fondo a la hora de fijar las normas relativas a la liquidación en el reglamento interno. Proponemos que en gran medida emanan de consideraciones de orden público que caracterizan un proceso de desafectación patrimonial –sentido en el que creemos se ocupa la expresión “liquidar” en la LUF– en el que el riesgo de la insuficiencia patrimonial recae sobre terceros. Para desarrollar esta propuesta, proponemos un análisis dividido en seis partes.

En una primera (I), se revisa brevemente la forma en que se regula la liquidación de los fondos en la LUF, y se explica cómo es que se ha arribado a la interpretación que en este trabajo se discute, a saber, que existe amplia libertad para regular la forma de practicar la liquidación de un fondo por parte de sus partícipes. En una segunda etapa (II), se ofrece nuestra postura con respecto al sentido que debe darse a la voz “liquidar” en la LUF. En tercer lugar (III), se examina, en concordancia con el significado propuesto para la voz “liquidar” la forma en la que se liquidan las sociedades en nuestro país, con el ánimo de establecer una similitud funcional con la liquidación de los fondos, que permita entrever el porqué de su diseño, a través de una exploración de lo que llamaremos “modelos de disolución de sociedades”.

En cuarto lugar (IV), se analiza el modelo que más se aviene a la lógica contenida en la LUF, y en particular, se aboga por la pertinencia de considerar que es el propio de la Sociedad Anónima (en adelante, también SA). Establecido aquello, y en quinto lugar (V) se propone la existencia de dos grupos de límites que debe observar la regulación del proceso de liquidación de un fondo, derivados no solo del sentido que se ofrece para la voz “liquidar” en estas páginas, sino también para guardar concordancia con el diseño contenido en la norma, que hace recaer el riesgo de la insuficiencia patrimonial en terceros. Por último, se ofrecerán conclusiones sobre el trabajo efectuado.

<sup>5</sup> IGLESIS, cit. (n. 4), pp. 76 y ss.

## *I. LA REGULACIÓN DE LA LIQUIDACIÓN DE LOS FONDOS EN LA LUF Y EL SURGIMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN*

La LUF hace escasas menciones a la forma en la que debe llevarse a cabo la liquidación de un fondo. El Título 5 de la LUF, “De la Disolución de la Administradora y Liquidación de los Fondos”, distingue la situación de fondos que se liquidan como consecuencia de la disolución o liquidación concursal de su Sociedad Administradora (en adelante también “administradora”), y aquellos que se liquidan por otros motivos, esto es, autónomamente.

La forma en la que se produce la disolución o liquidación concursal de la administradora, no es el foco de nuestro interés, siendo que la administradora es, según señala el artículo 1 a) LUF una Sociedad Anónima (SA), y por tanto la forma en la que se lleva a cabo su disolución o liquidación concursal observa normas distintas a la LUF, a saber, la Ley 18.046 (en adelante también LSA) y la Ley 20.720, respectivamente.

El asunto que nos atrae es la forma en la que se disuelve y liquida un fondo, y encuentra su origen en el artículo 26 LUF, que establece lo que sucederá con los fondos cuya administradora se disuelva o se liquide (en conformidad con los arts. 24 y 25 de la LUF) y también lo que sucederá “en casos distintos de la disolución o procedimiento concursal de liquidación de la administradora”.

Sin embargo, para adentrarnos en el análisis que deseamos realizar, es pertinente revisar la terminología utilizada por los artículos 24 y 25 LUF, que plantean una distinción entre disolución y liquidación al referirse a situaciones en que puede encontrarse la administradora. Aquello se debe a que, como se verá nuestra propuesta descansa en parte sobre un análisis terminológico en relación a la voz “liquidar” en la LUF, y ella es empleada principalmente y en más de una acepción cuando se trata de la administradora.

En el artículo 24 LUF señala: “En caso que la administradora sea disuelta por revocación de la autorización de existencia o por cualquiera otra causa, se procederá con su liquidación”. Siendo que la administradora es una Sociedad Anónima Especial, como señala el artículo 4° a) LUF, y que requiere de autorización de existencia, según dispone el artículo 4° e) LUF, la disposición traerá a la mente del lector el artículo 103 4) LSA, que establece como causal de disolución de una SA la “revocación de la autorización de existencia de conformidad con lo que disponga la ley”. Creemos que esto nos permite aseverar que el uso que se le da a la expresión “disolver” en este artículo es claramente congruente con el uso de la misma voz en el artículo 103 LSA, y por lo tanto su sentido nos es claro, se emplea en clave societaria.

Asimismo, y de manera afortunada a nuestro parecer, el artículo 24 LUF claramente indica que la consecuencia del acaecimiento de una causal de disolución, cualquiera sea, conllevará a la “liquidación” de la administradora. Nuevamente, es

posible constatar que el uso es congruente con el de la expresión “liquidación” en el bien conocido artículo 109 LSA, y concluir con cierta comodidad que esta expresión también se utiliza en clave societaria.

Por su parte, el artículo 25 LUF, se refiere con claridad al “Procedimiento concursal de liquidación de la administradora”, circunscribiendo la voz “liquidación” al sentido en que se ocupa en la Ley 20.720, sin dejar mayor espacio a dudas respecto al uso de la voz en su acepción concursal.

Refuerza el entendimiento que vertemos sobre el uso de las expresiones “disolución” y “liquidación” en los artículos 24 y 25, el artículo 26 LUF, que se refiere al destino de los fondos “administrados por la administradora disuelta, o una vez dictada la resolución de liquidación” de la administradora.

No obstante, la claridad en el uso de la voz “liquidar” solo se verifica cuando la LUF se refiere a la administradora. Ilustrativo de aquello es la particular redacción del artículo 26 LUF que, tras haber hecho la clara distinción entre “disolver” y “liquidar” que hemos destacado, usa la expresión “liquidar” – a secas – para referirse a lo que sucederá con los fondos cuya administradora se resuelva o liquide, sin mayor interés por esclarecer el uso de la voz cuando se aplica a un fondo.

Es curioso porque se usa la expresión “liquidar” en un sentido claramente diverso a aquel en que ha sido empleada en lo inmediatamente anterior, al tratar a la administradora, y como si el nuevo significado de la expresión fuese evidente, entendimiento que resulta difícil, considerando que es la voz “disolución” la que se ha usado para dar a entender el procedimiento de desafectación patrimonial de la administradora, y que “liquidación” se usa como parte de dicho proceso –el de disolución (artículo 24 LUF)– o en un sentido concursal (artículo 25 LUF), y la Ley tomó particular resguardo, a nuestro parecer, cuando se refirió a cada una de estas ocurrencias en relación a la administradora.

La liberalidad en el uso del concepto es destacable en el inciso final del artículo 26 LUF que se refiere a lo que ocurre cuando la liquidación de un fondo ocurre “en casos distintos de la disolución o procedimiento concursal de liquidación de la administradora” pues se limita a señalar que, “La liquidación de los fondos en casos distintos de la disolución o procedimiento concursal de liquidación de la administradora deberá llevarse a cabo de acuerdo a lo establecido en el reglamento interno del fondo que se está liquidando”, lo que permitiría suponer que toda hipótesis de disolución del fondo –ámbito en el que cobraría sentido la expresión– que no sea la recién descrita se regirá por un procedimiento que puede establecerse de forma aparentemente libre en el reglamento interno del fondo, entendimiento que, como se verá, prima en nuestro medio, y que es a nuestro juicio totalmente incongruente con el sentido que debe darse a la normativa.

El resto del articulado de la LUF, y su normativa complementaria, lamentablemente no ofrecen mayor claridad al respecto. El artículo 45 de la LUF

señala que cada fondo deberá contar con un reglamento interno, e indica que en él que se establecerán los derechos, obligaciones y políticas que regirán a la administradora, al fondo, y a sus partícipes.

Su contenido mínimo es desarrollado tanto por el artículo 48 LUF como por la Norma de Carácter General N° 365 de la Comisión para el Mercado Financiero del año 2014. El primero señala las políticas que debe tratar el reglamento interno, a saber: de inversión, liquidez, endeudamiento, diversificación y votación. Aquellas materias son complementadas por la NCG N° 365 en su sección I.1.I.d), que señala los contenidos mínimos de los Reglamentos Internos de ciertos fondos a la hora de su liquidación, señalando que deberán establecer qué ocurrirá con el fondo al término de su período de duración. Mas solo indica que, en caso de que deban liquidarse, el reglamento interno del fondo deberá regular el tratamiento que se le dará a los recursos que no sean retirados oportunamente, en conjunto con la forma de realizarlos. En el Decreto Supremo del Ministerio de Hacienda N° 129 de 2014, que fija el Reglamento sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, solo se ofrecen reglas concernientes a la forma en que se remunera el liquidador.

Podría pensarse que la escasa regulación legal expresa se suple en la práctica con cláusulas usuales los Reglamentos Internos de los fondos. Mas al revisar preliminarmente los reglamentos de los Fondos de Inversión Públicos vigentes<sup>6</sup> se observa que, si bien es usual que se trate en algún grado el procedimiento de liquidación, generalmente la regulación es escueta, y tiende a concentrarse en la forma en la que se elige y remunera al liquidador, dejando la determinación de las demás materias a la Asamblea de Aportantes.<sup>7</sup> Entre estas materias se encontraría la forma en la que se llevará a cabo el proceso de liquidación del fondo, que etapas tendrá y la normativa de fondo que se le aplicará, entre otras.

Lo dicho hasta este punto revela una ausencia de límites explícitos a la libertad que tienen los partícipes de un fondo para regular estas materias, y aquello ha llevado a considerar que aquellos no existen. Si se observan los oficios del Servicio de Impuestos Internos (en adelante también SII) y de la Comisión para el

<sup>6</sup> En la tesis de magíster en la que se estudió el tema que se desarrolla en este trabajo, IGLESIS, cit. (n. 4), se llevó a cabo un estudio de los Reglamentos Internos de los Fondos de Inversión Públicos, entre los años 2016 y 2023, que se ha complementado con aquellos disponibles hasta la fecha de entrega de este trabajo. Se ha elegido estudiar solo los fondos de inversión públicos pues los Reglamentos internos de los fondos de inversión privados no deben depositarse en el Registro Público de Depósitos de la CMF, y por ende no es fácil configurar muestras convincentes para su estudio en este punto.

<sup>7</sup> Desde finales del año 2023 se observa un posible cambio en los Reglamentos Internos de los fondos de inversión públicos depositados en el Registro Público de Depósitos de la CMF, habiendo un mayor interés en regular el estado en que se encuentra un fondo en liquidación, probablemente a raíz del avenimiento de: Comisión Para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N° 3500 de 02 de diciembre de 2022.

Mercado financiero (en adelante también CMF) que se pronuncian al respecto de una u otra forma, podrá advertirse que de manera regular suponen que la liquidación de un fondo debe llevarse a cabo según lo establecido en el reglamento interno del fondo<sup>8</sup> y, en el contexto de esta breve investigación, no fue posible encontrar pronunciamientos judiciales o administrativos que cuestionaran la libertad que los aportantes parecen obtener del artículo 26 LUF para fijar las normas de liquidación.

Particularmente indicativa de este entendimiento es la interpretación vertida en el Oficio Ordinario N°1562 de 22 de enero de 2015 de la CMF, que no solo da a entender que el proceso de liquidación de un fondo en hipótesis distintas a la liquidación concursal o disolución de la administradora se rige por el reglamento interno del fondo en liquidación, sino que considera que “habiéndose acordado la liquidación de un fondo de inversión por la correspondiente Asamblea Extraordinaria de Aportantes, la misma habrá determinado las condiciones de liquidación, pasando el fondo a regirse por lo establecido en los acuerdos de tal Asamblea o sus modificaciones posteriores. De este modo, el fondo en liquidación tendría un procedimiento de liquidación, exigencia que en lo sustantivo concuerda con la exigencia que actualmente se impone a los reglamentos internos conforme lo dispuesto en la sección I.1.I.d de la Norma de Carácter General N°365”.

Esto querría decir que la libertad regulatoria en la materia, al menos a los ojos de la CMF, es prácticamente absoluta. Existe a nuestro parecer un peligro en este entendimiento que es merecedor de análisis. Creemos que los límites existen, y que pueden extraerse si se examinan las implicancias del uso de la voz “liquidar” en la LUF y si se atiende a que el diseño de estos instrumentos de inversión colectiva pone el riesgo de la insuficiencia patrimonial en hombros de terceros, y no de los partícipes, como se verá.

## *II. SENTIDO QUE DEBE DARSE A LA VOZ “LIQUIDAR” EN LA LUF*

Resulta indispensable, para proseguir con la reinterpretación de la LUF que se propone en estas páginas, dotar de contenido la terminología que ofrece la norma, y particularmente a lo que se refiere la LUF con la voz “liquidar” un fondo. Como se ha advertido, este ejercicio ha sido abordado por nosotros con anterioridad, y fue también el punto de partida que la doctrina eligió para solucionar los problemas

<sup>8</sup> En este sentido: Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°1562 de 22 de enero de 2015; Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N° 25386 de 21 de febrero de 2024; Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 2702 de 30 de diciembre de 2013, y Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 3500, de 02 de diciembre de 2022.



de tipicidad que existían en el contexto de la Ley 18.815,<sup>9</sup> principal antecesora de la LUF.

Para partir, es pertinente asentar que la voz “liquidación” puede tomar más de un significado en nuestro medio, y que es menester determinar aquel en el que se usa en la LUF. En nuestro sistema, como sabemos, puede utilizarse en lógica concursal, como sinónimo del procedimiento para liquidar los pasivos y activos de una Empresa o Persona Deudora (art. 1 Ley 20.720); puede usarse para describir una de las labores del juez partidor (art. 1337 CC); o como una de las etapas dentro del proceso de disolución –en sentido amplio– de una sociedad.

Malamente los artículos que hacen referencia a la liquidación de fondos de la LUF, ya revisados, podrían estar haciendo referencia a la liquidación concursal de un fondo. Por una parte, aquello se debe a que la LUF es particularmente clara cuando desea usar la expresión en ese sentido, como ya se ha visto. A su vez, la independencia patrimonial del fondo implica que no necesariamente la liquidación concursal de la administradora conlleva a que el fondo también deba caer en ella. Ilustrativo de este entendimiento es que los artículos 25 y 26 LUF den claramente a entender que es posible la subsistencia del fondo cuando su administradora se liquida concursalmente, siempre y cuando su administración sea encargada a otra administradora (Art. 26 a) LUF).

Por otra parte, aquello se debe, *a priori*, a que no podría serle aplicada la Ley 20.720, siendo que, a los ojos de la doctrina<sup>10</sup> y la jurisprudencia,<sup>11</sup> no puede ser sujeto pasivo de los procedimientos regulados por la Ley 20.720, al carecer de personalidad jurídica, lo que no permite calificarlo como Empresa Deudora. Este es un problema sumamente interesante, mas su estudio, y particularmente nuestra discrepancia con el entendimiento de la mayoría, se reservará para otra ocasión.

Creemos que tampoco debe leerse la expresión “liquidar” en la LUF como parte del proceso de partición de bienes regulado en el Libro III, Título X del Código Civil, no solo porque la jurisprudencia administrativa más reciente sostiene que los fondos subsisten durante el proceso de liquidación,<sup>12</sup> fenómeno del que da cuenta el mismo texto de la LUF, que se refiere a fondos “en liquidación” (Arts. 26 y 27 LUF), lo que implica que se trata de un proceso en el que los fondos subsisten como tales, sino también porque existen fuertes argumentos sustantivos para

<sup>9</sup> Al respecto véase: VERGARA, Gonzalo, “La liquidación de los Fondos de Inversión Inmobiliarios de la Ley 18.815”, *Revista de Estudios Tributarios*, Santiago, 2012, Vol. 6, pp. 326 y ss.

<sup>10</sup> ANINAT, Luis; NASH, M. Paz, “Del tratamiento de la insolvencia de los fondos de inversión privados en la legislación nacional”, en: CONTRERAS, R.; PARRA, A. (Eds.) *Estudios de Derecho Comercial XI Jornadas chilenas de Derecho Comercial*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2024, p. 197.

<sup>11</sup> Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°18190 de 10 de julio de 2017.

<sup>12</sup> Comisión Para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N° 3500 de 02 de diciembre de 2022.

descartar esta posibilidad.<sup>13</sup> Para nosotros es claro que el sentido que más se aviene con el contexto en el que se presenta la expresión “liquidar” –y sus conjugaciones– en referencia a los fondos de la LUF es aquel propio del derecho de sociedades. La expresión cobra sentido si se la entiende dentro del contexto de desafectación patrimonial de una sociedad.<sup>14</sup>

Este entendimiento puede apreciarse con destacable claridad en la jurisprudencia administrativa más reciente en la materia. En particular, el Oficio SII N°3500 de 02 de diciembre de 2022. En dicho pronunciamiento, el SII revierte el entendimiento que antiguamente sostuvo en la materia,<sup>15</sup> señalando que un fondo de inversión público subiste para efectos de ser liquidado. Es sumamente interesante el hecho de que dicho oficio surja a instancias de la CMF, la que a través del Oficio 70017 de 09 de septiembre del año 2020 ofrece argumentos jurídicos para instar al cambio de entendimiento, entre los que destaca que los artículos 26 y 27 LUF prueban que existen los “fondos en liquidación”.

Es relevante el hecho de que la CMF y el SII estén en acuerdo con respecto al hecho de que los fondos subsisten como tales durante su liquidación, pues aquello facilita entender el sentido en el que debe darse a la expresión. No debe olvidarse que con anterioridad a este cambio jurisprudencial el SII sostuvo de manera constante que, acaecida una causal de disolución, los fondos no subsistían como tales, sino que devenían en una comunidad, debiendo interpretarse el uso de la voz “liquidar” en la LUF como parte de las labores del partidor.<sup>16</sup>

La más reciente jurisprudencia administrativa permite estrechar el criterio de búsqueda del significado de la voz “liquidar” en la LUF, y ayuda a esclarecer su significado, pues nos permite circunscribir la búsqueda de una comparación funcional en el derecho societario –que se justifica bajo el entendido de que parece ser en esta clave que se usa la voz “liquidar” un fondo– a hipótesis en las que subsista la afectación patrimonial de una sociedad para efectos de ser liquidada, y aquello ocurre solo en el caso de las sociedades mercantiles.<sup>17</sup>

Si este es el caso, creemos atendible revisar la forma en la que se liquidan las sociedades mercantiles en nuestro sistema, fijándonos particularmente en el

<sup>13</sup> Un estudio de los efectos nocivos de esta interpretación se encuentra en: IGLESIS, cit. (n. 4), pp. 55-95.

<sup>14</sup> En este sentido parece haberlo también entendido la CMF: Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°1562 de 22 de enero de 2015; Comisión Para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N° 3500 de 02 de diciembre de 2022.

<sup>15</sup> Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 2702 de 30 de diciembre de 2013.

<sup>16</sup> Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 2702 de 30 de diciembre de 2013; Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N°1513 de 06 de septiembre de 2020.

<sup>17</sup> JUPPET, María, “liquidación de una sociedad mercantil”, *Actualidad Jurídica (U. del Desarrollo)*, 2014, N° 30, p. 525.

grado de libertad que existe en estos tipos sociales para modificar las normas de liquidación ofrecidas por la ley, y los motivos que la explican.

Consideramos que, aun cuando aparentemente la LUF pretendió apartar la regulación de los fondos de la normativa societaria, existe en ésta un desarrollo dogmático y jurisprudencial que ha complementado y perfeccionado nuestro entendimiento de su normativa, cuya lógica no puede ser ajena a la interpretación de la LUF si en ella se observan las mismas dudas y carencias que el derecho societario ha ido superando, y si se utiliza la expresión “liquidar” de una forma homóloga a la que ocupa el legislador societario.

Siguiendo el adagio romano, *ubi edem ratio ibi ius*, no debe pensarse que las diferencias estructurales entre los fondos y las sociedades obsta a que los motivos detrás del diseño de las normas de liquidación de aquellas no sean análogos a los que deben existir en el caso de los fondos, ni que la ausencia de texto legal obste a la existencia de los mismos mínimos, que bien pueden considerarse aplicables también a estos patrimonios de afectación si descansan en motivos homologables.

### III. LOS MODELOS DE LIQUIDACIÓN DE SOCIEDADES MERCANTILES

Primeramente, deberíamos señalar que a nuestro juicio la desafectación patrimonial de una sociedad —a la que también nos hemos referido como disolución en sentido lato— se compone de tres fases distinguibles: disolución propiamente tal, liquidación, y extinción. La primera solo implica el acaecimiento de un suceso que desencadena el proceso de liquidación. Tal como la revocación de la autorización de existencia de una SA especial, como lo es la administradora de un fondo. La segunda, implica el cambio de giro social, que pasa a estar encaminado únicamente a fines liquidatorios, como claramente dispone el artículo 109 LSA. La tercera fase es aquella en la que termina la persona jurídica y se desvinculan de ella de manera definitiva sus socios.<sup>18</sup>

La forma en la que se desenvuelve este proceso tripartito varía según tipos sociales, y su estudio ha llevado a lo que se denominará “modelos de disolución de sociedades”, que podemos entender como estructuras normativas que, reguladas bajo determinado tipo social, describen la forma de desafectación patrimonial de ciertos tipos societarios. La doctrina identifica tres modelos, uno propio de

<sup>18</sup> A estas fases ha hecho referencia en: CABALLERO, Guillermo. “El pasivo sobrevenido tras la extinción de una Sociedad Anónima”, en: RAILEF, Macarena. (Ed.), *Ponencias de las IX Jornadas Chilenas de Derecho Comercial*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, p. 396; y CABALLERO, Guillermo, “La extinción de una Sociedad Anónima como laguna legal”, en: CARVAJAL, Lorena; TOSO, Ángela, (Eds.), *Estudios de Derecho Comercial. Octavas Jornadas chilenas de Derecho Comercial*, Thomson Reuters, Santiago, 2018, p. 57-71.

las Sociedades Colectivas Civiles (SCC), otro característico de las Sociedades Colectivas Mercantiles (SCM) y un modelo de disolución de SA.<sup>19</sup>

El primero de ellos, se remite a las normas relativas a la partición de bienes, a través del artículo 2115 del Código Civil (CC), y es, a juicio de la doctrina mayoritaria, el modelo de aplicación general.<sup>20</sup> En este modelo, el avenimiento de una causal de disolución implica la extinción del contrato de sociedad, y por lo tanto la responsabilidad de los socios es ilimitada y mancomunada.<sup>21</sup>

La forma en la que se lleva a cabo la liquidación de las sociedades mercantiles, que como advertimos son aquellas en las que buscaremos respuestas a la interrogante planteada, varían según su tipo. Por una parte, tenemos las reglas contenidas en el Título 6 del Libro II del Código de Comercio (C. Com), que rigen a las Sociedades Colectivas Mercantiles. Por otro lado, tenemos las reglas que rigen la forma de llevar a cabo la liquidación de las SA, que se encuentran en el Título X de la Ley 18.046.

El modelo de disolución de SCM, no solo se distingue del modelo de disolución de SCC porque en él subsiste la personalidad jurídica durante la liquidación, sino también porque los socios responden, en ausencia de pacto en contrario, de manera solidaria e ilimitada de las obligaciones sociales. En él, la labor del liquidador, que bien puede tratarse del administrador ordinario de la sociedad, abarca tanto la realización del activo como la solución del pasivo, mas no abarca la distribución del remanente.<sup>22</sup>

Por su parte, el modelo de disolución de SA se encuentra definido por la clara subsistencia de la personalidad jurídica durante la liquidación, según da cuenta el art. 109 LSA, y por un procedimiento de liquidación en que tanto la labor de realización del activo, como la solución del pasivo y la distribución del remanente corresponden a un órgano distinto de aquel que ordinariamente administra la SA, una comisión liquidadora, o liquidador, según sea el caso.<sup>23</sup>

<sup>19</sup> Se estudian estas materias en: CABALLERO, “La extinción...”, cit. (n. 18). p. 57-71; también se refiere a estos modelos, con otra denominación: PUELMA, Álvaro, *Sociedades*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 2011, 3° ed. T. I, pp. 434 y ss.

<sup>20</sup> MEZA, Ramón, “Manual de la sucesión por causa de muerte y donaciones entre vivos”, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 2010, p. 163.

<sup>21</sup> Esta interpretación, aun cuando se encuentra bien asentada entre nosotros, ha tenido detractores. Un estudio de la materia se encuentra en: CABALLERO, “La reactivación de la sociedad colectiva civil disuelta” en: VIDAL, Arturo, SEVERIN, Gonzalo y MEJÍAS, Claudia (Eds.), *Estudios de Derecho Civil X*, Legal Publishing - Thomson Reuters, Santiago, 2015, pp. 655-663.

<sup>22</sup> CABALLERO, Guillermo “La unidad de la liquidación societaria de la sociedad de responsabilidad limitada” en: MARTÍNEZ, Andrea y LAGOS, Osvaldo (Eds.), *XIII Jornadas de Derecho Comercial 2023*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2024, p. 7.

<sup>23</sup> CABALLERO, cit. (n. 22), p. 7.

La mecánica de estos procedimientos, y las reglas que se les aplican, tienen diferencias sustantivas, y, en lo que más nos interesa, se distinguen marcadamente en lo que a libertades de sus miembros para regular aspectos propios de la liquidación se refiere. Las diferencias en el diseño de estos modelos responden primordialmente a que protegen intereses jurídicos diferentes, atendiendo principalmente la forma en la que se distribuye el riesgo de la insuficiencia patrimonial de estas sociedades.

En este sentido, Caballero señala que, cuando existe comunicabilidad patrimonial entre los miembros de una sociedad y las deudas sociales, el procedimiento de liquidación debe naturalmente orientarse a proteger los intereses de los socios. Por otra parte, cuando existe irresponsabilidad por la insuficiencia patrimonial de la sociedad en liquidación, las reglas se orientan a la protección de terceros.<sup>24</sup>

En este caso se encuentran las SA. En lo referente a la manera de practicar la liquidación en el diseño normativo de la LSA se observa un claro interés por resguardar a los terceros acreedores de la sociedad, que se evidencia, entre otros, en el rol del ente liquidador de este tipo societario.

Es ilustrativo de este rol diferente el hecho de que el órgano ordinario de administración necesariamente deba cambiar en las SA en liquidación (art. 110 LSA), mientras que en las SCM aquello no necesariamente deba ser así, pudiendo el rol del liquidador, recaer en el gerente de la sociedad (art 413 C. Com) o en los mismos socios (art 418 C. Com).

Igualmente ilustrativo es el hecho de que, en el caso de las SA, los artículos 116 y 117 LSA permitan expresamente realizar repartos entre los accionistas, siempre y cuando se asegure el pago del pasivo, por el que existe responsabilidad solidaria de los liquidadores que concurren con su voto (118 LSA). Esto último, señala Caballero, tiene una su explicación en consideraciones de orden práctico, relacionadas con el número de accionistas que puede llegar a tener una SA,<sup>25</sup> pero también evidencia de que el legislador atiende el hecho de que el artículo 1 LSA hace responsables a los accionistas solo hasta la concurrencia de sus aportes, y por lo tanto establece que la devolución de capital al que se refiere el artículo 117 LSA deba realizarse por el mismo ente liquidador solo si se han solventado las demás deudas de la sociedad, y haga responsable a la comisión liquidadora –o al liquidador, según sea el caso– de que efectivamente se proceda de esta forma.

Es distinta la situación de la SCM, en ella el rol de repartir el remanente no es parte de las posibles funciones del liquidador. La doctrina ha entendido que cuando el art. 352 N°9 C. Com. señala que el estatuto social deberá contener: “9°.

<sup>24</sup> CABALLERO, cit. (n. 22), p. 15.

<sup>25</sup> Referencias a la recepción temprana de esta distinción en nuestra doctrina puede encontrarse en: CABALLERO, cit. (n. 22), p. 7.

La forma en que ha de verificarse la liquidación y división del haber social”, se refiere a dos etapas distintas dentro del proceso de disolución –lato sensu– de una sociedad, siendo solo la primera aquella propia del liquidador, que solventa las deudas sociales para con terceros y la segunda los repartos que puedan corresponder a los socios en caso de existir un remanente, que es una labor que trasciende de sus funciones.<sup>26</sup> La redacción de la última parte del numeral 9° es muy similar a aquella que encontramos en el inciso final del artículo 26 LUF. De hecho, esta precisa redacción la que lleva a PUELMA a señalar que en este tipo societario, y en materia de liquidación, prima la libertad contractual.<sup>27</sup> No obstante, arribar a esa conclusión en materia de liquidación de fondos es, a nuestro parecer, un error, pues es incongruente con el diseño de la LUF.

En este escenario, resulta claro que es indispensable determinar qué intereses debe proteger primordialmente la liquidación de los fondos de la LUF, para saber si creer en la existencia de amplias libertades para fijar las normas de liquidación guarda congruencia con el diseño de la norma o no.

#### *IV. MODELO DE DISOLUCIÓN QUE MÁS SE AVIENE A LA LÓGICA CONTENIDA EN LA LUF*

Es efectivo que entre los fondos de inversión y las sociedades no solo existe un intento evidente de distanciamiento por parte del legislador, sino también una morfología diferente en varios aspectos, siendo quizás el más destacable y conflictivo el hecho de que los fondos carecen de personalidad jurídica.

Sin embargo, sostenemos que esta diferencia no obsta a la aplicación por analogía del derecho societario al menos en la materia objeto de esta investigación, siendo que las reglas de liquidación que encontramos en los diversos modelos de disolución de sociedades no descansan, a nuestro parecer, sobre la existencia de personalidad jurídica, sino sobre la premisa de que existe un patrimonio afecto e independiente de quienes lo conforman, que debe responder de las obligaciones que tiene para con terceros y cuyo remanente debe regresar a quienes aportaron para su configuración, de existir.

Es esta necesidad de permitir responder al patrimonio lo que justifica la subsistencia de la personalidad jurídica de las sociedades mercantiles en liquidación,<sup>28</sup> y es precisamente la existencia de esta misma necesidad la que ha

<sup>26</sup> CABALLERO, cit. (n. 22), pp. 7 y 8.

<sup>27</sup> PUELMA, cit. (n. 19), pp. 702-704.

<sup>28</sup> VÁZQUEZ, María, “Sobre la limitación de responsabilidad en el derecho de sociedades y su posible extensión en el contexto de la modernización” *Revista de Derecho (Valdivia)*, 2014, Vol. 27, N°2, p. 107.

producido los cambios en el entendimiento administrativo en lo referente a la subsistencia de los fondos en liquidación. Es la evidente necesidad de hacer subsistir al fondo como tal, para resguardar su integridad patrimonial para la solución de las deudas que contraiga, la que ha llevado a la CMF y al SII a indicar que los fondos “subsisten como tales” durante la liquidación.<sup>29</sup>

Al contrario de lo que sucede en otras latitudes,<sup>30</sup> la Ley no señala con claridad si es posible que las deudas del fondo pasen a sus aportantes. En un momento, fue preocupante que el SII sostuviera que la disolución de un fondo implicaba su metamorfosis inmediata en una comunidad, pues precisamente aquello permitía concluir que existía comunicabilidad patrimonial y responsabilidad a prorrata de su interés social (art. 2095 CC), entendimiento al que siempre se opuso la CMF.<sup>31</sup>

Creemos que, si los fondos de inversión son un patrimonio de afectación (art. 1 b) LUF) que debe ser, aun cuando la LUF no lo explicita, entendido como separado e independiente de los aportantes, aquello implica que los partícipes gozan de limitación de responsabilidad ante las deudas del fondo.

Si se acepta esta premisa, sin la cual resulta muy difícil justificar la existencia de este tipo de patrimonio de afectación, debemos concluir, como hemos hecho en otra oportunidad<sup>32</sup> —enfrentando la pregunta de qué normas deben aplicarse ante la insuficiente regulación en el reglamento interno de un fondo— que el modelo de disolución más congruente con el diseño de la LUF es el propio de las SA, y por lo tanto, que las reglas referentes a su liquidación necesariamente deberían orientarse a la protección de los terceros, como ocurre en el caso de las SA, y no de los partícipes del fondo.

Si se está de acuerdo con lo planteado hasta este punto, podrá apreciarse que la distribución del riesgo ante la insuficiencia patrimonial del fondo sobre terceros claramente no se condice con el otorgamiento de amplias libertades a los partícipes para definir la forma en la que se llevará a cabo el proceso de liquidación, y se hace indispensable evaluar cuáles son los límites mínimos que deben considerarse aplicables a los reglamentos internos de los fondos a la hora de fijar las normas de liquidación.

<sup>29</sup> Comisión Para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N° 3500 de 02 de diciembre de 2022.

<sup>30</sup> En España, el Boletín Oficial de Estado, Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, establece expresamente la limitación de responsabilidad de los aportantes de un fondo en su artículo 6: “El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado. El patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios”.

<sup>31</sup> Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 2702 de 30 de diciembre de 2013, y Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 1513 de 06 de septiembre de 2020; en contraposición al de la Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N° 1562 de 22 de enero de 2015.

<sup>32</sup> IGLESIS, cit. (n. 4), pp. 95 a 125.

## *V. LÍMITES MÍNIMOS EN LA LIQUIDACIÓN DE FONDOS*

Consideramos que, por una parte, existirá un grupo de límites que emana del sentido mismo que hemos dado a la voz “liquidar” en el contexto de la LUF. Vendrían a corresponder a los requisitos mínimos que un proceso de realización del activo, la solución del pasivo y de repartición de los activos remanentes de cualquier sociedad debería observar.

Por otra parte, habría un grupo de límites que se derivan del diseño particular de la liquidación de fondos en la LUF, que hemos propuesto guarda concordancia funcional con el modelo de disolución de SA, en el que encontramos ciertas reglas que son de orden público.

Con respecto a lo primero, PUELMA opina que existen ciertos límites intrínsecos a la libertad contractual en materia de liquidación de sociedades. Existiría un primer límite relacionado con la naturaleza misma de la liquidación. Aquel impediría pactar fórmulas ajenas a la forma en la que se concibe en términos generales el procedimiento de desafectación patrimonial, por ejemplo, la prolongación innecesaria del mismo, o bien, considerar que la sociedad —o en nuestro caso el fondo— puede seguir operando ordinariamente una vez iniciado.

En ese mismo sentido, indica que no es posible disponer de la regla que prohíbe el uso de la razón social luego de disuelta la sociedad. Tampoco sería posible limitar de tal manera las facultades con las que se dote al ente liquidador, que se desnaturalice su función, en atención a lo dispuesto en el artículo 8 del Código de Procedimiento Civil. Asimismo, se encontraría limitada la autonomía de la voluntad en la materia por lo señalado en el artículo 227 N°3 del Código Orgánico de Tribunales, que obliga a recurrir a la justicia arbitral en todas las cuestiones referentes a las cuentas de los liquidadores.<sup>33</sup>

Si esto es efectivo, el primer grupo de reglas mínimas en materia de liquidación de todo tipo de sociedades sería, a nuestro parecer, aplicable al caso de los fondos., y deben ser observadas por sus partícipes a la hora de determinar la forma de practicar la liquidación en el reglamento interno.

Sin embargo, este primer grupo de límites no es suficiente para efectivamente considerar limitada de forma congruente la libertad que tienen los partícipes de un fondo para regular la liquidación. Es tan solo un mínimo básico, que en nada observa la morfología especial que la liquidación de diversos tipos de sociedades (o fondos) invitan a analizar. Esto no quiere decir que sean irrelevantes. Por el contrario, consideramos que sientan una base sobre la que debemos entender situado al procedimiento de liquidación de fondos.

El segundo grupo de límites, a nuestro parecer, emana de la semejanza

<sup>33</sup> PUELMA, cit. (n. 19), pp. 434 y ss.



funcional que hemos propuesto existe entre la LUF y las SA. En este punto, es menester observar un impedimento notorio que el intérprete de la LUF debe superar, pues al contrario de lo que sucede en la LSA, no existen reglas expresas cuya indisponibilidad por consideraciones de orden público podamos simplemente destacar.

Es decir, la pregunta que aquí nos hacemos no consiste en qué reglas son disponibles por los aportantes de un fondo y cuáles son indisponibles, pues no existen reglas expresas, ni en la LUF ni en su normativa complementaria que no puedan modificarse o desoírse como ocurre en la LSA.

Aquello implica que, si se desean determinar los límites a los que debería someterse la regulación convencional de la liquidación de un fondo, atendidos ahora elementos sustantivos propios de su diseño, es necesario traer a primer plano el sentido detrás de las normas de liquidación societaria, particularmente las de SA.

Hemos dicho que el modelo de disolución de sociedades que mayor congruencia tiene con la LUF en este punto es el de las SA atendido principalmente que la forma en la que se encuentra diseñado se basa en la existencia de limitación de responsabilidad de los accionistas por las deudas sociales, lo que implica que el riesgo de la insuficiencia patrimonial radica en terceros. Si se parte de dicha premisa, los mínimos que deben observarse en materia de liquidación de fondos deberían ser concordante con aquellas normas de liquidación consideradas de orden público en materia de SA.

Con esto no se propone una aplicación supletoria de la normativa, sino que deben fijarse estos límites haciendo una analogía que atienda a las consideraciones de fondo que existen en el diseño del modelo de disolución de SA y que se replican en el caso de los fondos.

Con respecto a estos mínimos, PUGA, siguiendo a DE GREGORIO opina que la liquidación de SA se compone mayoritariamente de normas orden público, y que la libertad que existe para modificarlas encuentra su limitación “cuando las normas claramente tienen por finalidad la tutela de terceros [lo que implica que] no pueden ser alteradas ni por el Estatuto ni por la junta de accionistas”.<sup>34</sup>

En la LSA existe libertad para regular materias tales como la designación y revocación del ente liquidador; la determinación del plazo de duración de su encargo y la forma en la que esta será remunerada. Asimismo, la Junta de Accionistas tiene la facultad de limitar las atribuciones del ente liquidador, siempre y cuando se observe el principio de no desnaturalizar sus funciones, y también de restringir los plazos en que debe concluirse la liquidación, mas no puede extenderlos ni modificar la forma en la que se nombra al liquidador, ni el hecho de que necesariamente deba

<sup>34</sup> PUGA, Juan, *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 2011, p. 701.

tratarse de un ente distinto a aquel que administraba ordinariamente la sociedad.<sup>35</sup>

Si se atiende a que la diferencia entre los modelos de disolución societarios radican particularmente en la necesidad —o no— de proteger primordialmente intereses de terceros, resulta factible aseverar que, aún en ausencia de texto legal, y atendida la notoria similitud en cuanto a la posición en la que se encuentran los aportantes de un fondo y los socios de una SA a la hora de ver protegido su propio patrimonio ante la insuficiencia patrimonial del fondo o la sociedad, y el consecuente natural desinterés por el pago de dichas deudas, se hace posible considerar que los mínimos establecidos para todo tipo de procedimiento de liquidación, y particularmente aquellos que se pueden extraer de una lectura atenta de la LSA necesariamente son extrapolables y limitan la aparente libertad absoluta que la LUF da a los aportantes.

No debe suponer un obstáculo el hecho de que la literalidad de la LUF pueda hacer pensar en un primer instante que existe plena libertad, pues si se compara el texto del artículo 26 LUF y aquel del artículo 4 N° 9) de la LSA, podremos constatar que el hecho de anunciar que podrá regularse convencionalmente “la forma en que debe hacerse la liquidación” sea en el reglamento interno o en el estatuto de una SA, no es obstativo a una interpretación de esa libertad congruente con las características que tienen las SA, que es congruente, este punto, con las de los fondos regidos por la LUF.

Debemos hacer notar que no es la intención de este trabajo hacer un listado exhaustivo de las reglas mínimas en la liquidación de toda SA, que consideramos aplicables a los fondos. La intención es demostrar que existe, en principio, la necesidad de que las libertades de los partícipes se encuentren limitadas. Sin embargo, pueden destacarse algunas normas de SA que consideramos particularmente esclarecedoras de la pertinencia de fijar estos límites, y que creemos deben observarse a la hora de liquidar un fondo.

En primer lugar, el artículo 109 de la LSA señala, en su inciso segundo: “Durante la liquidación, la sociedad sólo podrá ejecutar los actos y celebrar los contratos que tiendan directamente a facilitarla, no pudiendo en caso alguno continuar con la explotación del giro social.” Aquello guarda plena concordancia con lo señalado en el primer inciso del artículo 114 LSA, a saber: “la comisión liquidadora o el liquidador, en su caso, sólo podrán ejecutar los actos y contratos que tiendan directamente a efectuar la liquidación de la sociedad”. En este mismo sentido, se debe entender que el ente liquidador del fondo tiene limitadas sus facultades en términos homólogos a los indicados en el artículo 114 LSA.

El necesario cambio en el objeto de la sociedad, que debe encaminarse a fines liquidatorios de manera exclusiva, haría imposible, a nuestro parecer, que un

<sup>35</sup> PUGA, cit. (n. 34), p. 701.

fondo en liquidación continúe operando o captando aportes de forma regular. Aun cuando pudiese parecer obvio, en principio, la prohibición de continuar operando con el nombre o razón social sin incluir las palabras “en liquidación”, no existe en la LUF, y siendo ese el caso no siempre es fácil advertir el estado en el que se encuentra un fondo.

Sin este límite, un fondo podría seguir operando, obligándose y captando dinero, incluso del público, si es un fondo de inversión público, estando en medio de un proceso en el que el foco de la preocupación debe ser el pagar las acreencias que existen con terceros.

Como segundo ejemplo, creemos particularmente significativa la observancia del límite que podemos extraer de la lectura de los artículos 117 y 118 LSA. A saber: que “la sociedad sólo podrá hacer repartos por devolución de capital a sus accionistas, una vez asegurado el pago o pagadas las deudas sociales” y que existe responsabilidad solidaria del liquidador por los daños que pueda generar al realizar dichos repartos. Nos parece que este límite es particularmente relevante considerarlo en materia de liquidación de fondos, siendo que es especialmente congruente con la limitación de responsabilidad que los caracteriza. Dificilmente se puede pasar por alto que determinar reglas de liquidación que permitan realizar repartos por devolución de capital antes de la total satisfacción (o garantía) de las acreencias de terceros es abiertamente incongruente con la existencia de limitación de responsabilidad de los aportantes del fondo.

## *CONCLUSIONES*

Nos parece que lo que hasta aquí se ha planteado responde a un entendimiento de la LUF que procura sacarla de su autoimpuesta soledad, acercarla a nociones conocidas por nosotros, y buscar una interpretación de su normativa congruente con los fines de la Ley. Creemos que si se circunscribe el análisis a lo que sucede con los fondos de la LUF en materia de liquidación es posible establecer un punto de comparación entre este patrimonio de afectación y las sociedades, en particular, las SA, que permite determinar dos grupos de límites mínimos a la libertad de los partícipes en materia de liquidación. Pueden ofrecerse los siguientes comentarios a modo de conclusión:

a) La escasa regulación en la LUF y su normativa complementaria permiten, en una primera mirada, creer que no existe límite a las reglas referentes a la liquidación de los fondos que los aportantes o partícipes del mismo puedan adoptar en el reglamento interno del fondo. La jurisprudencia administrativa que se ha estudiado en el contexto de esta investigación parece partir siempre de la premisa de que las reglas referentes a la liquidación son libremente determinables por los partícipes, e incluso por la Asamblea de Aportantes una vez iniciada la liquidación.

b) La voz “liquidar” en LUF se utiliza tanto en referencia a la administradora como al fondo. Con respecto a la primera, la LUF es particularmente clara, y permite distinguir sin mayor dificultad entre “disolver”, “liquidar” y “liquidar concursalmente” a la administradora. Sin embargo, no es totalmente clara si se refiere a “liquidar” un fondo, cuya “disolución” o “liquidación concursal” jamás trata.

c) Se consideró que la voz “liquidar” referida a un fondo, se usa en clave societaria y que, por lo tanto, resulta prudente examinar los llamados modelos de disolución societaria, particularmente los mercantiles, en los que subiste la afectación patrimonial a efectos de realizar la liquidación, para establecer una semejanza funcional que permita juzgar la prudencia de la interpretación mayoritaria con respecto a las libertades regulatorias que se cree existen en los reglamentos de los fondos. Se consideró que el hecho de que los fondos carezcan de personalidad jurídica no es óbice de este entendimiento, pues las reglas de liquidación no dependen de la existencia o no de personalidad jurídica en las sociedades, sino de la existencia de un patrimonio afecto que debe responder de las relaciones que haya establecido con terceros y con quienes han contribuido a su formación.

d) Siendo este el caso, se propuso la existencia de un primer grupo de limitaciones derivadas de la lectura de la voz en clave societaria, que son propias de todo proceso de liquidación, y que se caracterizan, en lo sustantivo, por evitar la desnaturalización de un proceso que tiene una cierta fisonomía mínima.

e) Para determinar el segundo grupo de límites, se comparó el modelo de disolución de SCM y de SA, y se concluyó que sus diferencias radican particularmente en el hecho de que en el primer caso existe responsabilidad ilimitada por las deudas sociales, mientras que, en el segundo, es notoria la irresponsabilidad de los accionistas sobre las deudas contraídas por la sociedad. Aquello hace que el diseño del primero busque proteger primordialmente los intereses de los socios, mientras que en el segundo se protege primordialmente el interés de terceros. Esto implica a su vez que en el primero exista una preeminencia de normas de orden privado, mientras que el segundo se componga de normas de orden público.

f) En concordancia, se propuso que, siendo que en el caso de los fondos pareciese existir irresponsabilidad de los aportantes por las deudas del fondo, el modelo que más se le asemeja es el de las SA, y que por tanto las normas mínimas con respecto a su liquidación le son aplicables, particularmente, aquellas que han sido identificadas como límites mínimos por la doctrina en relación a las SA, estableciendo así un segundo grupo de límites para la regulación de la liquidación en los reglamentos internos de los fondos de la LUF. Si bien no se planteó un listado detenido de cuáles son los límites mínimos en la liquidación de SA, se destacaron dos límites claros que pueden extraerse de la LSA que nos parecen claramente aplicables en el caso de los fondos, a saber: el necesario cambio de objeto al que se refiere el artículo 109 LSA, en concordancia con la limitación de las facultades del liquidador al que se refiere el 114 LSA; y el límite al reparto por devolución de

capital al que se refiere el art. 117 LSA, y que puede implicar la responsabilidad solidaria del liquidador (118 LSA). Se destacaron estos límites pues son, a nuestro parecer, particularmente congruentes con la limitación de responsabilidad que debe caracterizar el proceso de desafectación patrimonial de un fondo.

Es difícilmente debatible que, en caso de que se considere que es atendible la semejanza que planteamos existe en el diseño de la liquidación en la LSA y en la LUF, se continúe creyendo que existe plena libertad para fijar las normas de liquidación de fondos en el reglamento interno, pues aquello haría descansar la existencia de estos límites en parámetros puramente formales, o bien en la existencia de personalidad jurídica, y desentendería la necesaria congruencia que debe existir entre el diseño de la LUF y las libertades que confiere a los partícipes de los fondos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### a) Doctrina

- ANINAT, Luis; NASH, María Paz, “Del tratamiento de la insolvencia de los fondos de inversión privados en la legislación nacional”, en: CONTRERAS, R.; PARRA, A. (Eds.) *Estudios de Derecho Comercial XI Jornadas chilenas de Derecho Comercial*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2024.
- CABALLERO, Guillermo, “La extinción de una Sociedad Anónima como laguna legal”, en: CARVAJAL, Lorena. y TOSO, Ángela. (eds.), “Estudios de Derecho Comercial. Octavas Jornadas chilenas de Derecho Comercial” Thomson Reuters, Santiago, 2018.
- CABALLERO, Guillermo, “La reactivación de la sociedad colectiva civil disuelta” en: VIDAL Arturo., SEVERIN Gonzalo. y MEJÍAS Claudia (Eds.), *Estudios de Derecho Civil X*, Legal Publishing Thomson Reuters, Santiago, 2015.
- CABALLERO, Guillermo, “El pasivo sobrevenido tras la extinción de una Sociedad Anónima”, en: RAILEF, Macarena. (Ed.), *Ponencias de las IX Jornadas Chilenas de Derecho Comercial*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.
- CABALLERO, Guillermo. “La unidad de la liquidación societaria de la sociedad de responsabilidad limitada” en: MARTÍNEZ, Andrea y LAGOS, Osvaldo (eds.), *XIII Jornadas de Derecho Comercial*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.
- IGLESIS, Diego, “El procedimiento de liquidación de los fondos de la ley 20.712”, Tesis de Magíster en Derecho, Universidad de Chile, Santiago, publicada, 2024.
- JUPPET, María, “Liquidación de una sociedad mercantil”, *Actualidad Jurídica (U. del Desarrollo)*, 2014, N°30.
- MEZA, Ramón, *Manual de la sucesión por causa de muerte y donaciones entre vivos*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 2010.
- PUELMA, Álvaro, *Sociedades*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 2011, 3° ed., T. I.
- PUGA, Juan, *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 2011.
- VÁZQUEZ, María, “Sobre la limitación de responsabilidad en el derecho de sociedades

y su posible extensión en el contexto de la modernización”, *Revista de Derecho (Valdivia)*, 2014, Vol. 27, N°2.

VERGARA, Gonzalo, “La liquidación de los Fondos de Inversión Inmobiliarios de la Ley 18.815”, *Revista de Estudios Tributarios*, Santiago, 2012, Vol. 6.

#### b) Legislación

Código Civil.

Código de Comercio.

Decreto Supremo del Ministerio de Hacienda N°129, Fija el Reglamento de la Ley 20.712, 2014.

Ley 18.815, Regula los fondos de inversión, 1989.

Ley 20.712, Única de Fondos, 2014.

Ley 20.720, sustituye el régimen concursal vigente por una ley de reorganización y liquidación de empresas y personas, y perfecciona el rol de la superintendencia del ramo, 2013.

Ley 35/2003 (España), Boletín Oficial de Estado, 4 de noviembre de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva.

#### b) Jurisprudencia administrativa

Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°25386, 21 de febrero de 2024.

Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°3500, 2 de diciembre de 2022.

Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°1562, 22 de enero de 2015.

Comisión para el Mercado Financiero, Oficio Ordinario N°18190, 10 de julio de 2017.

Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 3500, 02 de diciembre de 2022.

Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N°1513, 06 de septiembre de 2020.

Servicio de Impuestos Internos, Oficio Ordinario N° 2702, 30 de diciembre de 2013.

#### d) Otros documentos

ASOCIACIÓN CHILENA ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN (ACAFI) “Informe trimestral” diciembre de 2024, <https://acafi.cl/fondos-de-inversion-publicos-alcanzan-los-us-39-567-millones-al-tercer-trimestre/#>, consultada: 01 de marzo de 2025.

BERNSTEIN, Solange, “Desafíos en la industria de fondos de inversión” noviembre de 2024, [https://cmfchile.cl/portal/prensa/615/articles-87867\\_doc\\_pdf.pdf](https://cmfchile.cl/portal/prensa/615/articles-87867_doc_pdf.pdf), consultada 01 de marzo de 2025.

Comisión para el Mercado Financiero, Norma de Carácter General N°365, 7 de mayo de 2014, establece contenidos mínimos de reglamentos y textos de contratos de fondos, regula procedimiento de depósito e imparte instrucciones respecto a las modificaciones introducidas a los antecedentes depositados.



El contenido de la *Revista de Derecho Universidad de Concepción* se publica bajo la licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional, y puede usarse gratuitamente, dando los créditos a los autores y a la revista, conforme a esta licencia.